

Ny hverdag for varederivathandelen?

Kandidatnummer: 424

Veileder: Bjørn Eirik Hansen

Leveringsfrist: 25. april 2007

Til sammen: 17419 ord

25.04.2007

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema og problemstilling	1
1.2	Bakgrunn for valg av problemstilling	1
1.3	Oppbygningen av- og hensikten med oppgaven	3
1.4	Avgrensning av oppgaven	4
1.5	Begrepsavklaringer	5
1.5.1	Varederivater	5
1.5.2	Regulert marked	5
1.5.3	OTC-handel/OTC-marked	6
1.5.4	Clearing	6
1.5.5	Market-maker	7
1.5.6	Fullharmoniseringsdirektiv	8
1.5.7	Minimumsdirektiv	8
<u>2</u>	<u>RETTSKILDEBRUK OG METODE</u>	<u>8</u>
2.1	Rettskildebildet	8
2.2	Bruk av rettskilder i oppgaven	9
<u>3</u>	<u>VAREDERIVATER</u>	<u>10</u>
3.1	Derivatinstrumenter	10
3.2	Hva er derivater?	11
3.2.1	Opsjoner	12
3.2.2	Terminer	12
3.2.3	Differansekontrakter	14

3.2.4	Swap-kontrakter/bytteavtaler	15
3.3	Varederivater	15
3.3.1	Varederivatets underliggende	16
3.3.2	Skillet mellom finansielle og ikke-finansielle varederivater	17
3.4	Handel med varederivater - det praktiske aspektet	18
3.4.1	Kraftderivater – Nord Pool	19
3.4.2	Fraktderivater - IMAREX	20
<u>4</u>	<u>DAGENS REGULERING AV HANDEL MED VAREDERIVATER</u>	<u>20</u>
4.1	Reguleringsformen	20
4.2	Regulering av handel med varederivater i verdipapirhandelloven	21
4.2.1	Reguleringer som får anvendelse	22
4.2.2	Reguleringer som ikke får anvendelse	22
4.2.3	Konsesjonsplikt i øvrige nordiske land	23
4.3	Handel eller virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater.	23
<u>5</u>	<u>DE NYE REGULERINGENE</u>	<u>25</u>
5.1	Framstillingen videre	25
5.2	Forslagets varederivatbegrep	26
5.2.1	Gjennomføringsforordningen	26
5.2.2	Valg av systematikk for definisjonen	27
5.2.3	Kommersielt formål	28
5.2.4	Finansielt avregnede varederivater – nr. 5	28
5.2.5	Varederivater handlet over regulert marked – nr. 6	29
5.2.6	Varederivater uten kommersielt formål og samme egenskaper som andre derivater – nr. 7	29
5.2.7	Andre finansielle derivater med ikke-finansielt underliggende – nr. 10	31
5.2.8	Innholdet av varebegrepet	32
5.2.9	Skillet mellom derivathandel og spothandel	32
5.3	Forhold til dagens varederivatbegrep	32

5.3.1	Skillet mellom finansielle og kommersielle varederivater.	33
5.3.2	Varebegrepets avgrensning	33
6	<u>UNNTAK FRA FORSLAGETS REGULERINGER</u>	34
6.1	Den nye reguleringen av varederivater	34
6.2	Betydningen av at virksomheten omfattes av unntakene	34
6.3	Nærmere om unntakene	35
6.4	Kombinasjon av flere unntak	36
6.5	Egenhandel	37
6.5.1	Egenhandelsbegrepet	37
6.5.2	Forskjellige aktører	38
6.5.3	Skillet mellom tjenesteyting og kapitalforvaltning	39
6.5.4	Egenhandel som ledd i investerings tjeneste	40
6.6	Unntak for egenhandel som ikke er ledd i investeringstjeneste	41
6.7	Unntak for egenhandel med varer og varederivater	44
6.7.1	Grensen for egenhandel	45
6.7.2	Varer eller varederivater	47
6.7.3	Nordisk rettsenhet	47
6.8	Unntak for yting av investeringstjenester til kunder i hovedvirksomheten	48
6.8.1	Hovedvirksomhet	49
6.8.2	Tilknyttet hovedvirksomheten	49
6.8.3	Kunde av hovedvirksomheten	50
6.9	Unntak for yting av investeringstjenester innen samme konsern	51
6.9.1	Avgrensning av type virksomhet	52
6.9.2	Avgrensning av konsern	52
6.10	Øvrige unntak	53
6.10.1	§ 9-2 annet ledd nr. 9	53
6.10.2	Fakultative unntak i MiFID art. 3	55

6.11	Særlig om market-making i forhold til gjennomføringen av MiFID	56
6.12	Tolkning av MiFID i forhold til gjeldende rett	57
7	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	57
7.1	Oppsummering av hovedfunn i relasjon til spørsmålene reist i avhandlingen	57
7.2	Kommentarer til begrensninger i oppgaven	58
7.3	Implikasjoner fremover	59
8	LITTERATURLISTE	61
8.1	Bøker	61
8.2	Artikler	61
8.3	Rapporter	61
8.4	Lovgivning	62
8.4.1	Norske lover	62
8.4.2	EU-lovgivning	62
8.4.3	Øvrig lovgivning	63
8.5	Forarbeider	63
8.5.1	Norske forarbeider	63
8.5.2	Svenske forarbeider	63
8.5.3	Øvrige forarbeider	64
8.6	Høringsuttalelser til NOU 2006: 3	64
8.7	Internett	64
8.8	Øvrig	64

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Tema for denne avhandlingen er reguleringen av handel med varederivater som følger av forslaget til ny verdipapirhandellov inntatt i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007).

Problemstillingen kan formuleres som spørsmålet om i hvilken grad handel med varederivater omfattes av reguleringene i forslaget til ny verdipapirhandellov, og hvordan dette er egnet til å gjøre utslag for aktørene i det norske varederivatmarkedet.

1.2 Bakgrunn for valg av problemstilling

Historisk sett har ordninger for sikring av pris og marked i handel og produksjon eksistert helt siden tidlige tiders jordbrukssamfunn. Etter hvert som samfunnet har utviklet seg, har markedene blitt mer og mer etablerte. En av pionerene blant derivatmarkedene er 1600-tallets handel med tulipanløkderivater i Holland.¹ Rundt 1850 oppsto derivatmarkeder for jordbruksvarer.² Her gjorde bøndene avtaler om fremtidig levering av varer til en fastsatt pris for å sikre seg mot prissvingninger.

Etter hvert som slike derivatmarkeder oppstod på flere områder, har det utviklet seg flere typer derivater. Svært vanlig er i dag varederivater med finansielt oppgjør, i motsetning til derivatkontrakter som gir rett til levering av den underliggende vare.

I Norge foregår handel med varederivater med flere forskjellige råvarer. De vanligste varederivatene er imidlertid kraftderivater og derivatkontrakter knyttet til skipsfrakt.

¹ Afrell (1998) s. 28-29 kap. 1.8

² NOU 1999: 29 s. 16 kap. 2.1

Handel og virksomhet knyttet til varederivater har frem til nylig ikke vært regulert av norsk lov.

I forbindelse med vedtagelsen av EUs investeringstjenestedirektivet (ISD)³, valgte flere medlemsland etter hvert å regulere varederivater som finansielle instrumenter.⁴ Dette til tross for at ISD, som riktignok var et minimumsdirektiv, selv ikke inneholder en slik regulering. I Norge lot man defineringen, og dermed reguleringen, av varederivater som finansielle instrumenter utstå frem til 2001.⁵ Når dette til slutt ble gjort, medførte det imidlertid ikke like omfattende regulering for handel med disse, som for handel med andre finansielle instrumenter. I motsetning til hovedregelen for finansielle instrumenter, er handel med varederivater unntatt fra enkelte av verdipapirhandellovens reguleringer, herunder konsesjonsplikten, jf vphl. § 1-7. Et praktisk eksempel er den konsesjonsfrihet som gjelder ved handel med kraftderivater over Nord Pool⁶. Denne gjelder uavhengig av om foretaket kun handler for egen regning som ledd i forvaltning av egenkapital eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater overfor andre investorer som mellommann.

I 2004 ble direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)⁷ vedtatt som en arvtager til ISD. Dette medførte blant annet at varederivater ble definert som finansielle instrumenter.⁸ Direktivets hovedregel er at all handel med finansielle instrumenter skal underlegges de samme reguleringene, herunder konsesjonsplikt og krav til virksomhet og organisasjon. For blant annet varederivaters vedkommende gjelder imidlertid en rekke unntak fra denne hovedregelen, jf. MiFID art. 2 nr. 1.

³ Rådsdirektiv 93/22/EØF "Investment Services Directive"

⁴ Blant annet Sverige, Danmark, Nederland og Storbritannia

⁵ Endringslov av 15. juni 2001 nr. 42

⁶ Nord Pool er et fellesnordisk marked for handel med blant annet kraft og kraftderivater, se pkt. 3.4.1

⁷ Rådsdirektiv 2004/39/EF "on Markets in Financial Instruments Directive"

⁸ EP/Rdir 2004/39/EF art. 4 nr. 2 jf. vedlegg I avsnitt C nr. 5, 6, 7 og 10

MiFID skal i tråd med Norges forpliktelser gjennom EØS-avtalen gjennomføres i norsk lov.⁹ Dette følges opp i forslaget til ny verdipapirhandellov.¹⁰ Også forslaget åpner for at handel med varederivater på gitte vilkår fremdeles kan skje blant annet uten konsesjon.

Det kan likevel virke som om vedtakelsen av MiFID og dens gjennomføring i norsk rett har skapt uro blant aktørene i det norske varederivatmarkedet. Den omfattende responsen fra kraftbransjen i lovarbeidets høringsrunde kan tyde på at aktørene frykter økte utgifter på grunn av strengere reguleringskrav, samt konkurransevridninger som følge av dette.¹¹

1.3 Oppbygningen av- og hensikten med oppgaven

Fremstillingen har særlig fokus på unntakene i forslagets § 9-2 annet ledd. For å belyse hovedproblemstillingen har jeg imidlertid sett meg nødt til å behandle flere sentrale underproblemstillinger. Jeg har i første omgang stilt spørsmål om hva varederivater egentlig er, og gitt en kortfattet framstilling av dette. I tillegg har jeg inntatt en kort fremstilling av varederivathandelen i praksis. Deretter har jeg sett nærmere på hvordan handel med varederivater er regulert i dagens regelverk, herunder hvilke unntak fra reglene som gjelder for handel med varederivater. I siste del av oppgaven har jeg tatt for meg forslaget med fokus på redegjørelse for forslagets varederivatbegrep, etterfulgt av en vurdering av hvilke typer virksomheter som omfattes av forslagets unntaksregler. Jeg har i denne sammenheng forsøkt å begrense behandlingen til de unntak som er sentrale for varederivathandelen. Det har på enkelte punkter likevel vært nødvendig å drøfte unntak av mer generell karakter.

Jeg håper med dette å gi en fremstilling av hvordan gjennomføringen av MiFID vil gjøre utslag for handel med varederivater i Norge. På enkelte punkter vil drøftelsene knyttes

⁹ EØS-avtalen art. 7

¹⁰ Ot.prp. nr 34 (2006-2007)

¹¹ Nord Pools-, Energibedriftenes Landsforenings-, Norsk Kraftforvalterforenings-, og Nordisk Kraftmeglerforbunds høringsuttalelser til NOU 2006: 3

særlig opp mot derivathandelen i kraftmarkedet, ettersom kraftmarkedet er det mest omfattende varederivatmarkedet i Norge i dag.

En fremstilling av varederivathandelens regulering kan gjøres på flere måter. En interessant vinkling ville kunne være å se hvordan det hele fungerte i praksis, en annen mulighet er å ta utgangspunktet i lovreguleringene. En fremstilling som tar opp i seg begge disse med tilfredsstillende dybde, ville imidlertid være for omfattende for denne avhandlingens grenser. Jeg har derfor vært nødt til å ta et valg i forhold til dette, og bestemt meg for en fremstilling av varederivathandelen med fokus på lovreguleringen.

På bakgrunn av at det her er snakk om helt nye reguleringer har jeg valgt en

1.4 Avgrensning av oppgaven

Det jeg i hovedsak *har* behandlet i denne framstillingen er varederivatbegrepet, samt unntakene i forslaget til ny verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd som potensielt kan få betydning for varederivathandelen. I tillegg har jeg sett meg nødt til å redegjøre for deler av dagens regelverk på området.

I nær tilknytting til det jeg har behandlet ligger det materielle innholdet av kap. 9 og 10. Dette er reguleringene varederivatforetakene som følge av forslaget *risikerer* å bli omfattet av. Ettersom det er snakk om et svært omfattende regelsett, har jeg sett meg nødt til å avgrense behandlingen mot dette. Jeg har på bakgrunn av en summarisk gjennomgang av reglene begrenset meg til å forutsette, at unntak fra disse reglene vil medføre vesentlige lettelser.

Jeg har for øvrig begrenset fremstillingen mot andre typer derivater utover det som er felles med varederivater. Av plasshensyn har jeg i tillegg sett meg nødt til å avstå fra ytterligere dypdykk i enkelte underproblemstillinger forbindelse med behandling av noen temaer. Dette vil være angitt i teksten på de aktuelle stedene.

1.5 Begrepsavklaringer

1.5.1 Varederivater

Et *varederivat* er en rettighet i en vare. For eksempel en rett til å kjøpe vare til avtalt pris på et fremtidig tidspunkt. Varederivater behandles mer inngående nedenfor i kap. 3. Jeg ser imidlertid behovet for å si noe om bruken av betegnelsen varederivat i denne fremstillingen innledningsvis. Som det vil fremgå er fremstillingen av er dagens regelverket bygget opp slik at betegnelsen varederivater begrenses til kun å gjelde de kontraktene som anses for å være finansielle. Skillet mellom *finansielle instrumenter* og *ikke-finansielle instrumenter* går i hovedtrekk mellom kontrakter som er beregnet på finansiell handel, herunder kontrakter som handles på en regulert markeds plass på den ene side, og kontrakter som er beregnet på fysisk oppgjør for å dekke et faktisk leveransebehov hos en av kontraktpartene på den annen side.¹² Se nærmere om denne sontringen i pkt. 3.3.2. og pkt. 5.2.6. I forslaget til ny verdipapirhandellov med forskrifter bygges det imidlertid ikke direkte på et skille mellom finansielle og ikke-finansielle varederivater som i dagens lovgivning. Det legges imidlertid også her til grunn en tilsvarende sontring mellom kontrakter som er gjenstand for regulering og kontrakter som ikke er det.

Jeg anser imidlertid en slik begrepsavgrensing av varederivater som for snever og upraktisk for den følgende fremstillingen. Betegnelsen varederivater vil derfor i det følgende bli brukt om både finansielle og ikke-finansielle kontrakter som faller inn under den nærmere definisjonen av varederivater. Av praktiske årsaker vil jeg imidlertid på enkelte steder benytte begrepene finansielle varederivater og ikke-finansielle varederivater hvor dette skillet har særskilt betydning.

1.5.2 Regulert marked

Regulert marked (eller *regulert markeds plass*) er et sentralt koblingsord i en fremstilling av handel med varederivater, og betegner et foretak som driver et marked for finansielle

¹² Ot.prp nr. 53 (2000-2001) s. 19

instrumenter som på bakgrunn av en tillatelse gitt av kompetente myndigheter¹³. Regulerede markeder defineres i forslaget til ny børsløvs § 3. Dagens regelverk bruker *autorisert markeds plass* og *børs* for å betegne virksomhet av tilnærmet samme karakter, jf børsløven § 1-3. *Multilateral Handelsfasilitet*¹⁴ (MHF) er en annen markeds plass med lignende egenskaper.

1.5.3 OTC-handel/OTC-marked

For å betegne handel som skjer *utenfor* regulerede markeder brukes gjerne betegnelsen *OTC-handel*. OTC – ”over the counter” er et internasjonalt anerkjent begrep som opprinnelig var myntet på handel som foregikk direkte mellom to parter – bilateralt. Begrepet brukes imidlertid i dag i utstrakt grad om handel av kontrakter som er gjenstand for clearing.¹⁵

1.5.4 Clearing

Clearing innebærer at en aktør trer inn som motpart eller garantist i en derivatkontrakt og tar over forpliktelsen til å oppfylle kontrakten. Clearing utføres av en *clearingssentral*. Clearingsentraler er regulert i vphl. kap. 6. og forslaget til ny verdipapirhandellov kap. 13. Ved anvendelse av slike sentraler reduseres risikoen for handlende i markedet, ettersom de kun trenger å forholde seg til clearingsentralen, istedenfor potensielt ukjente enkeltaktører. Eksempler på clearingsentraler er Nord Pool Clearing¹⁶ og the Norwegian Futures and Options Clearing House (NOS Clearing).

Ved derivatkontrakter handlet over Nord Pool trer Nord Pool Clearing automatisk inn som motpart i alle kontrakter. Nord Pool Clearing tilbyr også clearing av kontrakter handlet i

¹³ Etter forslaget til ny børsløvs § 4 vil dette i Norge være Finansdepartementet

¹⁴ Engelsk: Multilateral Trading Facility – MTF

¹⁵ Rognlien (2002) s. 380-394 og Afrell (1998) s. 23 og 321.

¹⁶ Nord Pool Clearing er et heleid datterselskap av Nord Pool ASA

OTC-markedet.¹⁷ Clearing i forbindelse med OTC-handel er nærmere behandlet i Afrell (1998) på side 65-66.¹⁸

All handel i varederivater over regulerte markedsplasser skal foretas under medvirkning av en clearingsentral, jf vphl. § 9-4 og Nord Pools eget regelverk Rulebook for the Financial Electricity market.

I enkelte sammenhenger og fremstillinger brukes gjerne betegnelsene *oppgjørsvirksomhet* og *oppgjørssentral* istedenfor clearing og clearingsentral.¹⁹ Noen steder kan man også finne henvisninger til den eldre norske betegnelsen *opsjonssentral*.²⁰ Da bruken av betegnelsene clearing og clearingsentral er svært utbredt og vanlig både i Norge og de øvrige nordiske landene, ser jeg det som hensiktsmessig å forholde seg til denne terminologien.²¹ Dette gjelder med mindre tilknyttingen til lovteksten gjør det nødvendig å bruke de fornorskede begrepene.

1.5.5 Market-maker

Med *market-maker* siktes det til et foretak ”som på kontinuerlig grunnlag sier seg villig til å kjøpe eller selge finansielle instrumenter for egen regning, til priser som personen selv fastsetter”, jf forslaget lovutkastets § 2-6 annet ledd. Market-maker brukes synonymt med det mer norske begrepet prisstiller. Se nærmere om market-making nedenfor i pkt. 6.11.

¹⁷ www.nordpool.no/nordpool/clearing/index.html [13. april 2007 kl 13:30]

¹⁸ Denne fremstillingen tar utgangspunkt i handel i forbindelse med den svenske derivatmarkedsplassen OM Stockholm AB. Den gir likevel et godt bilde av de generelle prinsippene i forhold til slik clearing.

¹⁹ Oppgjørsvirksomhet og oppgjørssentral er brukt i verdipapirhandelloven

²⁰ Denne betegnelsen er brukt blant annet i vphl. § 7-1 annet ledd

²¹ Både den engelske, danske, svenske, tyske og den nederlandske versjonen av MiFID bruker betegnelsen clearing

1.5.6 Fullharmoniseringsdirektiv

EU-direktiv som gir anvisning på at reguleringene skal gjennomføres i medlemsstatenes nasjonale lovgivning i sin helhet, kalles gjerne *fullharmoniseringsdirektiv*.²² Dette innebærer en plikt for medlemsstatene å avstå fra ytterligere eller avvikende reguleringer. Fullharmoniseringsdirektiv benyttes gjerne, og er ofte en forutsetning i forbindelse med EUs målsetting om å bryte ned handelsbarrierer innad i EØS. MiFID er for øvrig et eksempel på et fullharmoniseringsdirektiv. For nærmere redegjørelse, se Nielsen (2002) s. 112.

1.5.7 Minimumsdirektiv

EU-direktiv som i motsetning til fullharmoniseringsdirektiv bare stiller krav til et visst minimum av regulering, betegnes gjerne som et *minimumsdirektiv*. I forhold til slike direktiv kan medlemslandene velge en strengere regulering så fremt direktivets minimumskrav er oppfylt. En forutsetning er at den ytterligere reguleringen ikke strider mot EU-traktaten, eller annen sekundærlovgivning for øvrig. ISD er et eksempel på et minimumsdirektiv. For nærmere redegjørelse, se Nielsen (2002) s. 111.

2 Rettskildebruk og metode

2.1 Rettskildebildet

MiFID ble den 21. april 2004 vedtatt som avløser for ISD. Med formål å fremme effektivisering og harmonisering av EØS-statenes regulering av investeringstjenester og finansielle marked, er MiFID en hjørnestein i EUs handlingsplan for finansielle tjenester,

²² Dette reiser ytterligere spørsmål i forbindelse med tolkning av direktivets hensikt og virkeområde. Det favner imidlertid for vidt for denne fremstillingen å gå nærmere inn på dette her

Financial Services Action Plan (FSAP)²³. MiFID ble inntatt i EØS-avtalen ved beslutning nr. 65/2005, og skal i tråd med Norges forpliktelser i EØS-avtalen gjennomføres i norsk rett, jf. EØS-avtalen art. 7. Felles ikrafttredelse i hele det Europeiske Økonomiske Samarbeidsområdet (EØS) er satt til 1. november 2007.

MiFIDs reguleringer er vurdert og foreslått gjennomført av verdipapirmarkedsløvsutvalget i NOU 2006: 3 (utredningen). På bakgrunn av denne utredningen presenterte Finansdepartementet i proposisjons form den 23. mars 2007 forslag til ny verdipapirhandellov.²⁴ Jeg vil i det følgende referere til denne som *proposisjonen*.

Dagens regulering av handel med varederivater i norsk rett stammer fra 2001 og Ot.prp. nr 53 (2000-2001). Disse reguleringene bygger i stor grad på Varederivatutvalgets utredning i NOU 1999: 29. En rekke andre forarbeider har i tillegg hatt vekt i redegjørelsen i det følgende.

2.2 Bruk av rettskilder og metode i oppgaven

Ved redegjørelsen for den særskilte metodebruken i denne avhandlingen, ser jeg særlig grunn til å bemerke to ting. For det første dreier dette seg om forståelsen av et forslag til ny lov. For det andre er formålet med dette lovforslaget i all hovedsak å direkte gjennomføre EU-regler.

Prinsippene for tolkningen av et lovforslag er i utgangspunktet de samme som for tolkningen av gjeldende rett. Det er imidlertid noen forskjeller. For det første kan litteraturen knyttet til temaet være sparsom, og bunken med relevant praksis kan være liten. I tillegg er man nødt til å forholde seg til det faktum at man jobber med et forslag til ny

²³ FSAP ble vedtatt i 1999 og søker å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og med det være en medvirkende årsak til sikring av den europeiske økonomiens konkurransedyktighet.

²⁴ Ot.prp. nr 34 (2006-2007)

lovgivning, noe som i seg selv er en indikator på ting kan endre seg underveis. Totalt sett kan dette resultere i et tynnere rettsgrunnlag å basere drøftelsene på.

Ved behandling av lover som i all hovedsak bygger direkte på fellesskapsreguleringer er det ofte vanskeligere å få full oversikt over hvilke avveininger som ligger til grunn for reglene, Dette beror på at direktivforarbeider vanligvis ikke er like tilgjengelige som norske forarbeider.

Jeg har søkt å løse dette ved å ta utgangspunkt i et bredere regelområde, og så vidt mulig fokusert mer på systematikken i reglene. Jeg har også til en viss grad prøvd å ta selvstendige standpunkt til enkelte prinsipielle spørsmål. I forhold til arbeidet med EU-lovgivningen, har jeg forsøkt å tolke reglene i tråd med MiFIDs uttalte formål, og i tillegg legge vekt på praksis i vårt nærmeste naboland i den grad det har vært mulig.

3 Varederivater

3.1 Derivatinstrumenter

I arbeid med denne oppgaven har jeg lagt merke til at varederivater, og derivater generelt, er relativt ukjente instrumenter. Jeg ser det derfor som både hensiktsmessig og nødvendig å gi en relativt utførlig redegjørelse av begrepet, før jeg går nærmere inn på konkrete drøftelser knyttet nærmere opp mot oppgavens hovedproblemstilling. Denne redegjørelsen gir likevel ingen uttømmende oversikt over de ulike typer derivater og på hvilken måte de benyttes. En så omfattende redegjørelse ville praktisk sett være umulig innenfor rammen av denne oppgaven på grunn av mangfoldet og forskjellene blant de ulike derivatene. For en mer utførlig fremstilling, se blant annet NOU 1999: 29 og utredningen kapittel 2.5.

Varederivater er også behandlet i Bergo s. 44-45, om enn noe mer kortfattet.

3.2 Hva er derivater?

Ettersom varederivater en underkategori av derivater, ser jeg det som hensiktsmessig å starte med disse.

Begrepet *derivat* kommer av latin og betyr avledning. Ordet favner vidt og kan brukes i mange og svært forskjellige sammenhenger. Fokus i det følgende vil være det juridiske begrepet derivat, som betegner en kontrakt hvis verdi avspeiler kontraktens *underliggende*. Dette underliggende, eller *aktivum* som det gjerne kalles, kan i utgangspunktet være nær sagt hva som helst, så lenge det er omsettelig. Det er imidlertid langt fra alle størrelser det finnes et *derivatmarked*²⁵ for. Fra hovedregelen om at det underliggende aktivum må være omsettelig kan det imidlertid tenkes unntak, se nærmere om blant annet *indeksderivater* og lignende nedenfor under pkt 3.3.

Ved valg av systematikk for den videre redegjørelsen for derivater har jeg valgt å ta utgangspunkt i en kort fremstilling av de mer sentrale kategoriene av derivater, og deretter gå nærmere inn på varederivatene.²⁶ Dette er grunnlaget og av betydning for, spørsmålet om hvilke varederivater som faller inn under definisjonen av finansielle instrumenter. Behandling av dette spørsmålet kommer jeg til nedenfor.

Derivatinstrumenter består i utgangspunktet av to grunnleggende kontraktsformer, opsjoner og terminer. Andre derivatinstrumenter bygger gjerne på kombinasjoner av disse.

²⁵ Med derivatmarked sikter jeg til det faktum at det er stort nok tilbud og etterspørsel etter den aktuelle typen derivat til at man i profesjonell sammenheng kan

²⁶ Se for øvrig fremstillingene i Committee of European Securities Regulators 2nd Set of Mandates - Consultation Paper (2004) s. 20, NOU 1999: 29 boks 2.1 s. 18-19, NOU 2006: 3 boks 2.9 s. 40 til 41, Bergo (2004) punkt 2.5 s. 35 og Afrell (1998) pkt. 6.5s. 96

3.2.1 Opsjoner

Opsjoner er definert som finansielle instrumenter i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4. En opsjon kjennetegnes ved at den ene parten har en rett, mens den andre parten har en plikt.

Innehaveren, som betaler en opsjonspremie for retten opsjonen gir, har en rett til å kunne kreve innfrielse av avtalen, utstederen en plikt til å innfri hvis innehaver krever det.

Opsjoner er med andre ord ensidige rettighets- eller forpliktelsesposisjoner for den enkelte part. Det er naturlig å dele inn opsjoner i *salgsopsjoner* og *kjøpsopsjoner*. Innehaveren av en salgsopsjon har *rett til å selge* underliggende aktivum til utstederen mot en på forhånd fastsatt innløsningspris. Innehaveren av en kjøpsopsjon har på samme måte en *rett til å kjøpe* til en på forhånd fastsatt pris. Verdien av en slik avtale vil reflektere sannsynligheten for at prisen på det underliggende aktivum stiger eller synker.

3.2.2 Terminer

Terminer er definert som finansielle instrumenter i vphl. § 1-2 annet ledd nr. 4, og skiller seg fra opsjoner ved at både kjøper og selger har rett og plikt til å gjennomføre avtalen. En termin er en avtale om å gjennomføre en transaksjon på et fremtidig tidspunkt. Eksempel på en typisk termin er en avtale om levering av en vare, gitt mengde og kvalitet, til en fastsatt pris om 30 dager.

Terminer deles gjerne opp i *forward-* og *futurekontrakter*. I en forwardkontrakt er pris, mengde, kvalitet og sted og tid for levering avtalt på forhånd. På dagen det skal gjøres opp, bortfallsdagen eller oppgjørsdagen, kan det enten foretas oppgjør fysisk, eller rent finansielt. Et eksempel er; selger og kjøper avtaler 1. august levering av 100 fat olje i Bergen 1. oktober til 75 USD fatet. Ved levering av olje 1. oktober er spotprisen på olje 67 USD per fat. Fysisk oppgjør av denne avtalen ville ha foregått ved at selger leverte avtalens underliggende til 75 USD fatet. Ved finansielt oppgjør av kontrakten blir ingen olje levert. Verdiforskjellen mellom den forhåndsbestemte prisen og spotprisen på oppgjørstidspunktet blir istedenfor overført fra den ene parten til den andre. I vårt eksempel betyr det at

kjøperen av varederivatet må betale selgeren 7 USD pr. fat, 700 USD. Forwardkontrakter kan også refereres til som handel med utsatt oppgjør.²⁷

Ved bruk av en futurekontrakt avregnes forskjellen mellom forhåndsbestemt pris og spotpris løpende, gjerne daglig, istedenfor bare på bortfallsdagen. Hvor ofte spotprisen avregnes, avtales på forhånd. På bakgrunn av dette vil partene gjennomføre transaksjoner hvor selger og kjøper krediterer eller debiterer hverandre som nevnt i eksempelet ovenfor f.eks. etter hver endt arbeidsdag.²⁸

Terminer må avgrenses mot *spothandel*. Med spothandel menes en handel hvor avtalen oppfylles uten unødig opphold. Avhengig av markedsplassen, mulighet for betaling og levering, vil tiden det tar før en avtale om spothandel kan oppfylles, variere. For noen typer avtaler er det kun snakk om spothandel hvis betaling og levering skjer samme dag, mens det i andre tilfeller tar en uke før oppgjør kan finne sted. I utgangspunktet må man se hen til det konkrete markedet eller varetype for å avgjøre i hvilken kategori kontrakten hører til. Standard for levering og betaling når det gjelder aksjer handlet på Oslo Børs er handelsdagen + tre dager (T+3).²⁹ For spothandel med kraft gjelder levering det påfølgende døgnet.³⁰ Avtale om senere oppfyllelse må være å anse som en terminkontrakt. I denne sammenheng må det være avtalt tidspunkt for oppfyllelse som er avgjørende, slik at det ikke vil få betydning for vurderingen om hvorvidt det er snakk om spothandel eller terminhandel, hvis leveringen blir forsinket.

Kommisjonsforordning 1287/2006 (Gjennomføringsforordningen) art. 38 pkt. 2 gir anvisning på at derivathandel ikke kan ha kortere utsettelse av oppgjør enn to handelsdager. Forordningen har imidlertid ingen formell rettsvirkning for dagens lovgivning.³¹ Den er i tillegg uttrykkelig avgrenset til kun å ha betydning for denne sonderen når det gjelder kontrakter som nevnt i MiFID vedlegg I avsnitt C nr. 7 –

²⁷ Bergo (2004) s. 36.

²⁸ Et eksempel på dette finnes i Bergo (2004) s. 37

²⁹ NOREX medlemsregler punkt 6.8.1

³⁰ NOU 1999: 29 boks 2.1 s. 18

³¹ EU-forordninger har ikke direktevirkning som lov i Norge, men må særskilt gjennomføres.

finansielle varederivater som ikke handles over registrert marked. Jeg vil likevel anta at bestemmelsen i enkelte tvilstilfeller kan ha indikativ verdi. Spothandel kan for øvrig betegnes som "avista"-handel.³², se.

3.2.3 Differansekontrakter

Differansekontrakter, betegnet som "Contract for Differences" eller "CfD" i MiFID, er rent finansielle derivater.³³ Slike kontrakter kan sees som kombinasjoner av finansielt avregnede terminer. De er imidlertid svært alminnelige ved handel med kraftderivater, jeg har derfor valgt å behandle disse separat.³⁴ Differansekontraktene baserer seg på et tenkt kjøp uten at det er ment å skje et reelt kjøp eller salg. Ved inngåelse av en differansekontrakt forplikter kontraktspartene seg til å betale hverandre differansen mellom to forskjellige underliggende størrelser, hvor minst en av disse størrelsene på avtaletidspunktet er ukjent. En typisk differansekontrakt vil kunne avspeile forholdet mellom fastrente og flytende rente på gitte betingelser, eller spotprisen på en vare på forskjellige tidspunkter eller markeder. Ettersom en differansekontrakt er et rent finansielt instrument, uten mulighet for fysisk levering, vil det i hovedsak bli benyttet for å spekulere i eller sikre seg mot svingninger i markedet (såkalt *hedging*).

Prisen for levering av en vare vil også kunne variere mellom forskjellige områder. Hvis begrensinger i overføringskapasiteten av kraft i nettet mellom forskjellige områder gjør at systemprisen³⁵ ikke kan opprettholdes, vil dette nødvendigvis slå ut i form av forskjellige

³² Bergo (2004) s. 36 og Afrell (1998) s. 309

³³ NOU 2006: 3 bruker betegnelsen "kontrakt for forskjeller", jeg finner imidlertid differansekontrakter for å være både mer beskrivende og enklere å bruke.

³⁴ I tillegg til futures, forwards, og opsjoner er differansekontrakter en av kontrakttypene som handles over Nord Pools finansielle kraftmarked.

³⁵ Systemprisen basert på det totale utbudet og den totale etterspørselen etter en vare på et marked. For Nord Pools vedkommende settes denne prisen for en time av gangen basert på prisene i den foregående timen.

<http://www.energifakta.no/documents/Energi/Transport/Kraftnett/Systempris.htm> (u.å) [16. april 2007 kl 23:35]

priser i ulike områder. Differansekontrakter kan også brukes til å sikre mot slike prisforskjeller.³⁶

3.2.4 Swap-kontrakter/bytteavtaler

Swap-kontrakter, eller bytteavtaler, er omfattet av verdipapirhandellovens definisjon av finansielle instrumenter, jf § 1-2 annet ledd nr. 6. Instrumentet kan i utgangspunktet sees på som en serie terminkontrakter. Som navnet gir anvisning på innebærer en swap et bytte av to størrelser mellom avtalepartene. Slike bytter skjer minst én gang i løpet av kontraktsperioden, men det kan også avtales flere bytter. Byttingen skjer i form av finansiell avregning. Eksempel på en swap kan være en avtale om bytting av fast rente mot flytende rente. Slike betegnes gjerne som renteswaper. Swaper kan imidlertid ha en rekke forskjellige former og formål. Blant annet kan de brukes i kombinasjon med varer i varederivater.³⁷

3.3 Varederivater

Etter en fremstilling av de ulike derivatkontraktene på generelt grunnlag, følger naturlig en redegjørelse for de derivatene som står i fokus for avhandlingen – varederivater.

I følge legaldefinisjonen, vphl. § 1-2 fjerde ledd, kan varederivater være både terminer, opsjoner og bytteavtaler knyttet til varer eller tjenester. Med andre ord så godt som alle praktiske former for derivatkontrakter. Varederivater er i prinsippet bygget opp på samme måte som andre derivater. Istedenfor å være knyttet opp mot et finansielt underliggende som for eksempel aksjer (aksjeopsjoner) eller valuta (valutaterminer), har varederivater varer som underliggende.

³⁶ SOU 2005: 50 s. 128

³⁷ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 20

3.3.1 Varederivatets underliggende

Avgrensningen av varederivatbegrepet er imidlertid ikke løst ved dette. Legaldefinisjonen reiser spørsmålet om hva som må anses for å falle inn under en naturlig språkforståelse av lovens ”varer eller tjenester”.³⁸ Forarbeidene legger til grunn at varer og tjenester må forstås vidt. Dette presiseres med at kraftderivater skal omfattes av begrepet, selv om kraft isolert sett ikke er en håndgripelig ”vare”. Det uttales for øvrig at *”definisjonen [bør] fange opp underliggende formuesobjekter som er eller kan være gjenstand for omsetning, eller som er basert på verdien av slike formuesobjekter (som for eksempel indekser).”*³⁹ Følgelig vil kun indeksderivater⁴⁰ som forholder seg til vareindekser omfattes. Renteindeksderivater, vil av den grunn ikke være et varederivat. I tillegg vil derivatkontrakter knyttet til utslippstillatelser være omfattet, under forutsetning av utslippstillatelsene i seg selv er gjenstand for omsetning. Fraktrater vil også falle inn under begrepet.

Vanskelige avgrensningsspørsmål reiser seg likevel i forhold til visse grensetilfeller i tilknytning til ikke-omsettelig underliggende. For eksempel værderivater.⁴¹ I utgangspunktet faller et slikt aktivum utenfor varebegrepet. Dette følger av at det underliggende aktivum (værforhold) ikke er omsettelig. Her er det påvirkning av ytre omstendigheter. At aktivumet i et værderivat ikke vil være et omsettelig objekt taler, jf forarbeidene, for at slike derivater faller utenfor varebegrepet.⁴² Det åpnes likevel for at værderivater etter en konkret vurdering av den aktuelle kontrakten kan anses som et varederivat. Forarbeidene gir på dette punktet ingen anvisning på konkrete kjennetegn ved kontrakten som vil trekke i retning av å anse værderivater som varederivater. Jeg antar imidlertid at det siktes til kontraktens generelle likhetstrekk med andre finansielle varederivater. Forarbeidene forutsetter for øvrig at slike kontrakter også blir vurdert i

³⁸ Varederivater er for øvrig behandlet i Bergo (2004) pkt. 2.5.6 på side 44.

³⁹ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 18

⁴⁰ Indeksderivater behandles blant annet i Bergo (2004) s. 37 til 38 under betegnelsen indekstimer.

⁴¹ Dette er særskilt tatt opp i drøftelsen i Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19

⁴² Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19

forhold til spørsmålet om de må anses for å være forsikringskontrakter og dermed utløse konsesjonsplikt som forsikringsselskap.⁴³

Ved innføring av nye EU-reguleringer som følge av MiFID vil det kunne settes spørsmålstegn ved hvorvidt gjennomføringen av forslaget til ny verdipapirhandellov vil medføre endringer i varederivatdefinisjonen. Blant annet i forhold til subsumeringen av tjenester inn under varebegrepet.⁴⁴ Dette vil bli drøftet i pkt. 5.3.

3.3.2 Skillet mellom finansielle og ikke-finansielle varederivater

Legaldefinisjonen av finansielle instrumenter opplister blant annet varederivater, jf § 1-2 annet ledd nr. 8. Bestemmelsens fjerde ledd slår imidlertid fast at kun finansielle kontrakter skal regnes som varederivater i forhold til verdipapirhandelloven. Den nærmere avgrensningen av lovens varederivatbegrep reiser dermed spørsmålet om hvor grensedragningen mellom finansielle og ikke-finansielle varederivater skal gå. Dette spørsmålet behandles i NOU 1999: 29 på side 87-88⁴⁵, og i Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) side 19. For å oppnå et mer dynamisk regelverk ble det valgt en todelt tilnærningsmetode. Visse kontrakter skal i alle tilfeller være gjenstand for regulering. Kontrakter som ikke faller inn under dette alternativet skal fremdeles kunne anses for å være finansielle etter en konkret vurdering. Det første alternativet er regulert direkte i loven og gir svaret på spørsmål i forhold til kontrakter som er gjenstand for handel over børs eller autorisert markedsplass. Disse skal alltid anses som finansielle, jf vphl. § 1-2 fjerde ledd annet punktum. Kontrakter handlet utenfor regulert marked, OTC-kontrakter, vil måtte vurderes konkret på bakgrunn av visse indikative kjennetegn.

⁴³ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19

⁴⁴ Kfo 1287/2006/EF fortalen pkt. 26

⁴⁵ Her benyttes terminologien omsettelige kontrakter. Dette uttrykket må anses for å være sammenfallende med det jeg betegner som finansiell kontrakter i denne framstillingen.

Hvilke kjennetegn ved en OTC-kontrakt vil medføre at den skal anses for å være finansiell? For å unngå regelverksarbitrasje legges i forarbeidene⁴⁶ til grunn at kontrakter som faktisk benyttes til *finansiell investering* må anses å falle inn under definisjonen. Det gis i tillegg anvisning på at derivatene bør vurderes konkret. Likevel må det også sees hen til kontraktens art, og hvorvidt slike kontrakter er *gjenstand for regelmessig omsetting*. Ellers vil det måtte legges vekt *kontraktens standardiseringsgrad og pris- og oppgjørsmekanismer*. Er kontrakten gjenstand for *clearing* er dette noe som vil trekke i retning av at det er snakk om et finansielt varederivat. Kontrakter som forutsetter *fysisk levering* faller på den annen side som hovedregel utenfor. Det vil imidlertid også måtte vurderes hvorvidt en kontrakt med mulighet for fysisk levering etter sin art må anses for å være finansiell. På denne måten vil man unngå at ellers omsettelige kontrakter kamufleres som kontrakter med fysisk oppgjør for å unngå verdipapirhandellovens reguleringer.

Hensynet bak denne sontringen synes i hovedsak å være at investorbeskyttelse ikke er nødvendig så fremt kontrakten faktisk ikke brukes i forbindelse med investering, og at regulering av vanlige handelskontrakter som finansielle instrumenter, ville være en hindring for effektiv handel.

MiFID vedlegg I avsnitt C nr. 5 gir for øvrig ytterligere holdepunkter når det gjelder skillet mellom regulerte varederivater og ikke-regulerte varederivater. Som tolkningsmoment for gjeldende rett har imidlertid MiFID svært begrenset vekt. Disse reguleringene ligger som nevnt til grunn for forslaget til ny verdipapirhandellov, og dette blir behandlet særskilt senere i fremstillingen.

3.4 Handel med varederivater - det praktiske aspektet

Som nevnt i innledningen er hovedfokus for denne oppgaven på det teoretiske plan. Bakgrunnen for diskusjonen rundt lovforslaget er imidlertid det praktiske aspektet ved varederivathandelen, og flere av eksemplene i framstillingen er hentet herifra. Jeg finner

⁴⁶ Ot.prp. nr 53 (2000-2001) s. 19

det på den bakgrunn naturlig å gi en kort fremstilling av dette under problemstillingen; hvordan foregår egentlig varederivathandelen?

Handel med varederivater er som nevnt i innledningen ikke et nytt fenomen. Reguleringen av denne handelen har imidlertid ikke vært så omfattende. Etter hvert som handelen med slike instrumenter har utviklet seg har det også utviklet seg forskjellige typer derivater for forskjellige behov.

Varederivater kan som nevnt ha svært mange forskjellige typer underliggende aktivum. Her i landet foregår handel med varederivater særlig i to forskjellige markeder – kraftmarkedet og skipsfraktmarkedet.

3.4.1 Kraftderivater – Nord Pool

Nord Pool er en nordisk⁴⁷ kraftbørs med sete i Norge, opprettet i 1993 som følge av dereguleringen av kraftmarkedet. Handelen med kraft over Nord Pool fordeler seg på to markeder. På Nord Pool Spot AS handles kraft til spotpriser for umiddelbar levering, spothandel. I kraftmarkedet anses levering det påfølgende døgn som spothandel.⁴⁸ Levering senere enn dette anses som derivathandel. Derivathandel med kraft og utslippstillatelser foregår over et Nord Pools derivatmarked Nord Pool ASA, og ellers gjennom avtaler i OTC-markedet. Kontraktslutning i OTC-markedet for varederivater kan skje bilateralt, de aller fleste slike handler skjer imidlertid via Nord Pool Clearing. Nord Pool er for øvrig en ren grossistbørs hvor handelen foregår mellom profesjonelle aktører. Forbrukere og husholdninger – sluttbrukere – deltar dermed ikke som direkteaktører i markedet.⁴⁹

⁴⁷ Norge, Sverige, Danmark og Finland

⁴⁸ NOU 2006: 3 boks 2.9 s. 40

⁴⁹ Energibedriftenes Landsforenings høringsuttalelse til NOU 2006: 3 pkt. 1

3.4.2 Fraktderivater - IMAREX

Siden november 2001 har det foregått handel med varederivater over den internasjonale markedsplassen The International Maritime Exchange (IMAREX) knyttet til skipsfraktrater.⁵⁰ Senere har det også blitt åpnet for handel med derivatkontrakter med skipsdrivstoff og -bunkers som underliggende. Etter eget utsagn er markedet det raskest voksende shippingmarkedet i verden, og det eneste autoriserte og regulerte markedsplassen for handel og clearing av slike derivatkontrakter.⁵¹ IMAREX er som navnet avslører et internasjonalt marked. NOS Clearing tilbyr clearing av kontrakter handlet over IMAREX, i likhet med Nord Pool Clearing, tilbyr også NOS clearing av kontrakter handlet i OTC-markedet.

I likhet med Nord Pool Clearing har også IMAREX sete i Norge. Den øvrige handelen med varederivater i OTC-markedet er ofte nært knyttet opp mot de autoriserte markedsplassene. Nord Pool Clearing og NOS Clearing tilbyr for eksempel clearing av kontrakter inngått i OTC-markedet for henholdsvis kraftderivater og frakt- og bunkerderivater.

4 Dagens regulering av handel med varederivater

4.1 Reguleringsformen

I forbindelse med gjennomføringen av ISD ble flere reguleringsformer diskutert. Hvordan ble reguleringen av varederivathandel løst?

I arbeidet med reguleringen av varederivater ble alternative plasseringer av bestemmelsene vurdert.⁵² For å unngå et fragmentarisk- og ellers uoversiktlig regelverk, valgte man å

⁵⁰ Bergo (2004) s. 44

⁵¹ What does IMAREX do? http://www.imarex.com/about_imarex/what_does_imarex_do (u.å) [15. April 2007 kl 18:30]

⁵² NOU 1999:29 s. 85 til86

legge varederivater under verdipapirhandelloven, med visse tilpasninger. Det ble ved denne avgjørelsen lagt vekt på at verdipapirhandelloven var forholdsvis ny,⁵³ og at det ville være lite hensiktsmessig å utvikle et nytt regelsett etter så kort tid. Det ble for øvrig tatt hensyn til at verdipapirhandelloven allerede var innarbeidet og at det hadde utviklet seg praksis knyttet til reguleringene. Ettersom varederivater er svært like de derivater som allerede var regulert av verdipapirhandelloven, falt det naturlig å plassere reguleringene her.

Hensynet til fellesnordisk regelhomogenitet ble også vektlagt, særlig på grunn av den fellesnordiske handelen med kraftderivater. Som følge av at reguleringen av varederivater internasjonalt i større grad følger reglene for andre finansielle instrumenter, ble det sett som hensiktsmessig å legge reguleringene til verdipapirhandelloven. Reguleringen av varederivater er for øvrig antakelig noe strengere i Sverige enn i Norge. Spesielt gjelder dette konsesjonsplikten for virksomhet og handel knyttet til slike instrumenter. Se nærmere om dette i punkt 4.2.3.

Verdipapirhandellovens regler om innsidehandel ble først gjort gjeldende for varederivater fra september 2005.⁵⁴ Inntil da hadde lovgiver valgt en mellomløsning ved å pålegge de enkelte regulerte markedsplassene å ha et eget regelverk mot innsidehandel.⁵⁵

4.2 Regulering av handel med varederivater i verdipapirhandelloven

Som følge av unntak fra enkelte av verdipapirhandellovens reguleringer, nyter varederivatforetak visse lettelser i forhold til andre foretak som yter investeringstjenester. Dette reiser spørsmål om hvilke reguleringer som får anvendelse for handel med varederivater, og hvilken betydning dette har for foretakene som driver slik handel.

⁵³ Lovens ikrafttredelse var 1. desember 1997

⁵⁴ Endringslov av 4. mars 2005 nr. 11

⁵⁵ Nærmere om denne avveining Ot.prp nr. 53 (2000-2001) kap. 6

4.2.1 Reguleringer som får anvendelse

Verdipapirhandelens anvendelse for handel og virksomhet knyttet til varederivater er regulert i lovens § 1-7. Her er lovens regler som er gitt anvendelse for varederivater positivt oppramset. Disse reguleringene består blant annet av generelle adferdsregler for handel og virksomhet med finansielle instrumenter i §§ 2-5 og 2-6, herunder forbud mot innsidehandel.⁵⁶ Til anvendelse kommer også reglene i kap. 6 om clearingvirksomhet. I tillegg gjelder krav om god forretningsskikk og meldeplikt i §§ 9-2 og 9-3 annet ledd første punktum og 9-4 første og tredje ledd, samt reglene i kap. 12 (tilsyn) og kap. 14 (sanksjoner). Jeg anser det imidlertid å gå utenfor denne avhandlingens grenser å drøfte disse kravene nærmere.

4.2.2 Reguleringer som ikke får anvendelse

De reguleringene i verdipapirhandelloven som etter dagens regelverk *ikke* får anvendelse for virksomhet og handel knyttet til varederivater er imidlertid av større interesse for denne fremstillingen.

Lovens 3. til 5. kapittel får etter sitt innhold ikke anvendelse for handel og virksomhet knyttet til varederivater. Reguleringene i kapittel 8, 11 og 13 angir virksomhetsregler for konsesjonspliktige verdipapirforetak, og passer av den grunn dårlig for konsesjonsfri virksomhet. Etter at verdipapirhandelens innsideregler ble gitt anvendelse for handel og virksomhet knyttet til varederivater,⁵⁷ er det dermed i praksis bare unntaket fra konsesjonsplikten og regler knyttet til slik konsesjonspliktig virksomhet, som skiller reguleringen av varederivater fra de reguleringene som kommer til anvendelse på andre finansielle instrumenter. Dette er imidlertid å anse som en vesentlig lettelse.

Som begrunnelse for unntak fra konsesjonsplikten er det i forarbeidene trukket frem at aktørene i varederivatmarkedet i all hovedsak er profesjonelle, og reguleringsgraden må

⁵⁶ Det er for øvrig gitt egen definisjon av innsidehandel når det gjelder varederivater i vphl. § 2-2 fjerde ledd

⁵⁷ Fra 1. september 2005

avpasses forhold som dette. Stor grad av profesjonalitet blant aktørene trekker i retning av mindre strenge reguleringer. Det ble for øvrig lagt til grunn at varederivatforetakene kunne komme til å bli omfattet av særskilte regler for børsmedlemskap, og dermed på annen måte fylle de hensyn som ellers ville tale for konsesjonsplikt. Slike børsregler er underkastet Kredittilsynets kontroll og godkjenning, jf. børsloven § 6-4 tredje ledd. Vilåårene for børsmedlemskap kan inkludere mange av de krav som stilles for å få tillatelse til å yte investeringstjenester, herunder krav til tilfredsstillende kapitaldekning og virksomhetens organisering.⁵⁸

At man risikerer en handelsvridning ved at foretak velger å slå seg ned andre steder innen EØS på grunn av mindre rigide reguleringer trekkes også frem som begrunnelse for ikke å konsesjonsbelegge handel og virksomhet knyttet til varederivater. I denne sammenheng kan det være grunn til å sammenligne med reguleringsnivået i vårt nærmeste naboland, Sverige

4.2.3 Konsesjonsplikt i øvrige nordiske land

Både Sverige og Danmark var tidligere ute enn Norge med å regulere handel og virksomhet knyttet til varederivater. I Sverige har man imidlertid valgt å legge seg på en annen linje enn Norge når det gjelder reguleringen av handel med varederivater. Lag (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap. 3 § 3 likestiller varederivater med andre finansielle instrumenter fullt ut. Dette innebærer blant annet konsesjonsplikt for handel med varederivater i Sverige. Valget er imidlertid blitt kritisert på grunn av frykt for at foretak skulle velge andre land å slå seg ned i, nettopp på grunn av et for rigid svensk regelverk.⁵⁹

4.3 Handel eller virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater.

Som nevnt gjelder en rekke unntak fra verdipapirhandellevens regler også for finansielle varederivater. I lovens § 1-7 angis hvilke bestemmelser som får anvendelse. Unntakene

⁵⁸ Se som eksempel Nord Pools Rulebook for the Financial Electricity market

⁵⁹ Econ rapport nr. 75/2001

gjelder imidlertid bare for ”*handel med eller ved virksomhet som i hovedsak er knyttet til varederivater*”. Tolkningen av denne formuleringen reiser to spørsmål. For det *første*, hva som skal til for at handelen eller virksomheten skal regnes for i hovedsak å være knyttet til varederivater. En naturlig språkforståelse gjør det naturlig å anta at virksomheten eller handelen må skje i større omfang med varederivater enn med andre finansielle instrumenter. Denne tolkningen vil kunne medføre at foretak, hvis hovedvirksomhet er knyttet til varederivater konsesjonsfritt også kan drive handel eller virksomhet med andre investeringstjenester. En slik forståelse av regelen ville åpne for at et foretak kan unngå konsesjonsplikt for å drive handel med andre finansielle instrumenter, så lenge virksomheten i hovedsak er knyttet til varederivater. Så vidt meg bekjent finnes de i praksis ingen eksempler på at slik ”tilknyttet” yting av andre investeringstjenester har blitt hevdet å være konsesjonsfri.

I forbindelse vurderingen om handel med varederivater burde underlegges særskilte reguleringer, ble også dette spørsmålet tatt opp.⁶⁰ Det kan tyde på at det i den sammenheng var handel og virksomhet som *utelukkende* er knyttet til varederivater, som ble lagt til grunn for drøftelsen. Det foreslås blant annet at ”*enkelte av bestemmelsene om verdipapirforetaks virksomhet i verdipapirhandelloven kapittel 9 også gjøres gjeldende overfor foretak som utelukkende yter investeringstjenester i varederivater (varederivatforetak)*”⁶¹ Departementet slutter seg for øvrig i det vesentligste til drøftelsene gjort av varederivatutvalget i NOU 1999: 29 på dette punktet. I merknadene til verdipapirhandelloven § 1-7 refereres det også til ”*foretak som utelukkende yter investeringstjenester i tilknytning til varederivater.*”

Valget av den endelige formuleringen av § 1-7 virker på denne bakgrunn noe merkelig. Jeg antar imidlertid formuleringen beror på en lapsus, og bestemmelsen må forstås slik at handelen eller virksomheten utelukkende må være knyttet til varederivater.

⁶⁰ Ot. Prp. nr. 53 (2000-2001) kap. 7

⁶¹ Ot. Prp. nr. 53 (2000-2001) kap. 7, departementets vurderinger

5 De nye reguleringene

5.1 Framstillingen videre

Som andre hoveddel av oppgaven, vil fokus i det følgende rettes mot problemstillinger knyttet til forslaget til gjennomføring av MiFID i norsk rett.

For varederivaters vedkommende er MiFID en sentral utvidelse i forhold til gjeldende fellesskapsrett. ISD omfatter som nevnt ikke varederivater. Som nevnt er imidlertid regulering av varederivater som finansielle instrumenter noe nytt i norsk rett, se pkt. 3.3 følgende. Til tross for denne reguleringen vil gjennomføringen av direktivet i norsk rett kunne resultere i endringer av betydning for varederivatforetak.

I proposisjonen presenteres forslag til ny verdipapirhandelslov bygget på verdipapirutvalgets utredning. Jeg har i det følgende begrenset meg til å behandle spørsmål knyttet til to deler av lovforslaget, ettersom det i hovedsak er disse som sier noe om i hvilken grad varederivathandel blir underlagt reguleringer. Først vil jeg ta for meg spørsmål knyttet til *den nye definisjonen av finansielle instrumenter*. Forskjellige varederivatkontrakter kan være avvikende og dette vil være avgjørende for hvorvidt kontraktene skal regnes som finansielle instrumenter. I kapitel 7 vil jeg deretter ta for meg problemstillinger knyttet til *unntaksreglene opplistet i forslagets § 9-2 annet ledd*. Jeg har i denne fremstillingen begrenset meg til å behandle de unntakene som får, eller kan få betydning for handel med varederivater.

5.2 Forslagets varederivatbegrep

Varederivater er i forslaget til ny verdipapirhandellov § 2-2 definert som finansielle instrumenter. I § 2-1 opplistes nærmere angitte former for virksomhet knyttet til finansielle instrumenter, som investeringstjenester. Ringvirkningene av at en kontrakt regnes som et finansielt instrument kan være store. Varederivatkontrakter som ikke anses for å være omfattet av varederivatbegrepet redegjort for i det følgende, vil ikke være omfattet av forslagens reguleringer. Dette vil med all sannsynlighet medføre store lettelser i forbindelse med handelen av slike kontrakter.

På bakgrunn av dette ser jeg det som naturlig å behandle problemstillingen knyttet til varederivatbegrepets nærmere innhold. En fullstendig redegjørelse for varederivatbegrepet som følger av forslaget ville imidlertid sprengte denne avhandlingens grenser. Jeg har av den grunn sett meg nødt til å begrense meg noe i forhold til de problemstillingene jeg reiser i følgende. Jeg imidlertid benytte meg av muligheten til å kommentere noen av ulikhetene mellom dagens varederivatbegrep og det som følger av forslaget.

Lovforslaget selv gir ingen ytterligere holdepunkter for nærmere avgrensning av begrepet. § 2-2 sjette ledd gir imidlertid departementet hjemmel til å gi utfyllende regler om hva som skal regnes for å være finansielle instrumenter, herunder den nærmere avgrensningen av varederivater. Med unntak av de reguleringer som følger av inkorporering av gjennomføringsforordningen, kan jeg ikke se at slike regler foreløpig er gitt. Gjennomføringsforordningen gir utfyllende bestemmelser i forhold til definisjonen av varederivater og ”eksotiske” derivater som nevnt i MiFID vedlegg 1 seksjon C nr. 7 og 10.

5.2.1 Gjennomføringsforordningen

I EUs medlemsstater har kommisjonsforordninger direkte virkning, og skal følgelig ikke gjennomføres særskilt i disse. For EØS-landene skal slike forordninger gjennomføres ”som sådan”, jf. EØS-avtalen art. 7. I tråd med vanlig praksis foreslås kommisjonsforordning

1287/2006 gjennomført ved inkorporasjon.⁶² Dette er foreslått i forskrift om markeder for finansielle instrumenter MiFID-forskriften § 14-1.⁶³ Kommisjonsforordningen er i skrivende stund riktignok ikke gjort til del av EØS-avtalen. Det legges i høringsnotatet til forskriftsforslaget imidlertid til grunn at dette vil skje innen forskriftens eventuelle ikrafttredelse 1. november 2007. Gjennomføringsforordningen art. 38 redegjør nærmere for varederivater som ikke handles over regulerte markedsplasser som nevnt i MiFID vedlegg I avsnitt C nr. 7, og andre avledete finansielle instrumenter som nevnt i nr. 10.

5.2.2 Valg av systematikk for definisjonen

I proposisjonen legges det opp til at MiFIDs definisjon av finansielle instrumenter skal gjennomføres i norsk lov. På bakgrunn av proposisjonen,⁶⁴ og Finansdepartementets høringsbrev av 29. mars 2007 pkt 7.3, kan det konkluderes med at den norske reguleringen både systematisk, innholdsmessig og i ordlyden vil følge MiFIDs definisjon. Jeg finner det derfor naturlig å ta utgangspunkt i denne ved den følgende redegjørelsen for innholdet av varederivatbegrepet. Det er imidlertid nødvendig å presisere at det er umulig å forutsi den endelige utformingen av definisjonen som blir gjennomført, og det kan ikke sees bort ifra at det kan medføre enkelte avvik i forhold til det jeg har lagt til grunn for den følgende fremstillingen.⁶⁵

I MiFIDs vedlegg I avsnitt C er finansielle instrumenter opplistet. Varederivater omfattes av bestemmelsens nr. 5, 6 og 7, mens nr. 10 omfatter andre finansielle instrumenter med

⁶² Finansdepartementet henviser i høringsbrevet til gjennomføringsforordningen at gjennomføring ved inkorporasjon er vanlig praksis i forhold til slike forordninger.

⁶³ Forslaget er på høring med høringsfrist satt til 10. mai 2007

⁶⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 53

⁶⁵ Jeg har i min fremstilling av varederivatbegrepet lagt til grunn den norske oversettelsen av MiFID. Versjonen av oversettelsen jeg har hatt til disposisjon ligger imidlertid i skrivende stund til faglig gjennomgang i Finansdepartementet. Den kan dermed foreløpig ikke anses for å være en offisiell oversettelse. Jeg ser imidlertid ingen grunn til at den endelige versjonen av oversettelsen vil inneholde endringer av vesentlig grad i forhold til min versjon.

ikke-finansielt underliggende. Enkelte av instrumentene omfattet av nr. 10 faller inn under dagens norske varederivatbegrep, jf drøftelsen i pkt. 3.3.1.

I de enkelte punktene av MiFIDs opplisting av finansielle varederivater henvises det ikke til varederivater som samlebegrep, men til en oppramsing av de forskjellige typene derivatkontrakter som kan kombineres med en vare. Disse opplistingene inneholder mindre forskjeller fra punkt til punkt. Jeg finner det imidlertid avgjørende at alle inneholder tillegget ”alle andre derivatkontrakter”, og legger til grunn at definisjonen gir anvisning på at varederivater kan bestå av alle typer derivatkontrakter. Jeg vil i det følgende bruke derivater som samlebetegnelse når jeg referer til disse.

5.2.3 Kommersielt formål

I likhet med dagens norske definisjon av varederivater skiller MiFID mellom varederivater som faller inn under reguleringene og varederivater som faller utenfor. Skillet som foreslås i forslaget (MiFID) er imidlertid systematisk litt annerledes. Istedenfor dagens ”todelte” løsning, jf. 3.3.2, legges det opp til flere kategorier. Et sentralt poeng ved dette skillet er hvorvidt derivatkontrakten er ment å fylle et kommersielt formål. Med kommersielt formål siktes det til at avtalen er inngått med den hensikt å oppfylle derivatkontrakten fysisk.

5.2.4 Finansielt avregnede varederivater

Definisjonens punkt nr. 5 omfatter først og fremst de rent finansielle varederivatkontraktene – kontrakter som *skal* avregnes finansielt. I tillegg dekker bestemmelsen kontrakter som *kan* avregnes finansielt etter ensidig ønske av en av partene, hvis denne valgretten ikke er betinget av inntreden av omstendigheter utenfor partens kontroll. Eksempler på slike omstendigheter vil typisk være debitor-/kreditormora, nedsatt kredittverdighet eller strukturelle endringer hos en av partene, eller at tilknyttede selskaper ikke oppfyller sine forpliktelser overfor tredjeperson.⁶⁶

⁶⁶ NOU 2006: 3 side 43 pkt. 2.5.7.3

5.2.5 Varederivater handlet over regulert marked

Definisjonens punkt nr. 6 omfatter varederivater som er eller kan være gjenstand for fysisk oppgjør, såfremt de handles over et regulert marked eller MHF. I likhet med gjeldende norsk rett vil med andre ord slike varederivater anses for å være finansielle og ikke ha et kommersielt formål. Dette gjelder selv om de kan og faktisk blir gjort opp fysisk.

5.2.6 Varederivater uten kommersielt formål og samme egenskaper som andre derivater

Definisjonens punkt nr. 7 omfatter varederivater som er, eller kan være gjenstand for fysisk oppgjør og ikke faller inn under nr. 6. Dette vil i hovedsak omfatte kontrakter som handles i OTC-markedet. Ytterligere vilkår for at kontraktene skal anses for å være finansielle er at de ikke er inngått med hensikt på fysisk oppgjør (kommersielt formål) og at kontrakten har samme egenskaper som andre avledete finansielle instrumenter. Ved vurdering av hvorvidt kontrakten har samme egenskaper som andre avledete instrumenter skal det blant annet tas hensyn til om de er gjenstand for clearing via anerkjente clearingsentraler eller er gjenstand for regelmessig marginkrav. I forarbeidene antas, at det med anerkjente clearingsentraler menes sentraler som er gitt tillatelse til slik drift.⁶⁷ Med regelmessige marginkrav siktes det til at partene må stille sikkerhet som løpende står i forhold til den risikoen foretaket eksponerer seg for, som følge av inngåelse av derivatkontraktene.⁶⁸

Dette reiser ytterligere spørsmål. *Hva skal anses for å være kommersielle formål, og når skal en kontrakt regnes for å ha samme egenskaper som andre avledede finansielle instrumenter?* Et naturlig utgangspunkt ville i den forbindelse kunne være å se hen til den konkrete kontrakten og partenes hensikter med denne, herunder hvorvidt noen av de særskilte vurderingsmomentene nevnt i direktivteksten er tilstede. I følge forarbeidene til

⁶⁷NOU 2006: 3 side 45

⁶⁸ Samme som note 68

dagens verdipapirhandellov vil det ved en slik konkret vurdering måtte sees hen til kontraktens art.⁶⁹

Hvis det på bakgrunn av dette, ikke kan sies sikkert hvilken kategori kontrakten tilhører, gir gjennomføringsforordningens art. 38 nr. 1 utfyllende veiledning. Bestemmelsen angir flere avgjørende faktorer for vurdering av dette spørsmålet. Hvis kontrakten oppfyller vilkårene i denne bestemmelsen *skal* de anses for å ha samme egenskaper som andre derivatinstrumenter og ikke ha et kommersielt formål. The Committee of European Securities Regulations (CESR) nevner i tillegg en rekke indikative faktorer i sine tekniske råd til the European Securities Committee (ESC).⁷⁰ Oppfyller kontrakten noen av disse faktorene, vil dette være en indikasjon på hva slags kontrakt det er snakk om. Kontrakten vil uansett måtte være gjenstand for en helhetsvurdering. I forbindelse med disse faktorene reiser det seg for øvrig ytterligere problemstillinger. En fullstendig drøftelse av disse reguleringene ville imidlertid sprengte denne oppgavens grenser.

5.2.6.1 Særskilt unntak for kraftderivater

Av gjennomføringsforordningen art. 38 nr. 4 følger det at kraftderivater omfattet av definisjonens punkt 7 som inngås med operatøren eller forvalteren av et kraftoverføringsnettverk skal anses for å ha et kommersielt formål, hvis hensikten er å sikre en balanse mellom utbud og etterspørsel av kraft. Jeg vil anta at denne bestemmelsen har som formål å unnta handel med slike kontrakter direktivets reguleringer for tilfelle at disse omfattes av varederivatdefinisjonen. For eksempel på grunn av at kontrakten ikke kan sies å ha egenskaper som andre finansielle derivater. Begrunnelsen for dette vil i så fall være slike kontrakters praktiske betydning i krafthandelen.

⁶⁹ Jeg antar at disse uttalelsene også vil kunne ha en vekt i forhold til de nye reglene ettersom skillet mellom finansielle og ikke-finansielle kontrakter i prinsippet blir videreført fra dagens regelverk.

⁷⁰ CESR/05-290, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments – 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates på side 15-17

5.2.7 Andre finansielle derivater med ikke-finansielt underliggende – nr. 10

Definisjonens punkt 10 omfatter ”*derivatkontrakter som gjelder klimavariasjoner, fraktrater, utslippstillatelser eller inflasjonstakten eller andre offisielle økonomiske statistikker*” som *skal* avregnes finansielt eller *kan* avregnes finansielt etter ensidig ønske av den ene parten, hvis denne valgetten ikke er betinget av inntreden av omstendigheter utenfor partens kontroll. I tillegg omfatter punktet også ”*andre derivatkontrakter som gjelder eiendeler, rettigheter, forpliktelser, indekser og mål som ikke ellers er nevnt i dette avsnitt, som har egenskaper som andre finansielle derivater*”. I gjennomføringsforordningens art. 39 a-g opplistes for øvrig en rekke nærmere angitte slike underliggende størrelser.

Ved vurdering av om derivatkontrakten har samme egenskaper som andre finansielle derivater skal det blant annet legges vekt på de samme momenter som nevnt i definisjonens punkt 7. Gjennomføringsforordningen art. 38 nr 3 gir utfyllende reguleringer i forhold til denne avveiningen. Er ett av vilkårene opplistet her oppfylt, *skal* kontrakten anses for å være et finansielt instrument.

Så vidt jeg kan se er definisjonens punkt 10 en ”sekke”-bestemmelse som samler opp derivatkontrakter med ikke-finansielt underliggende som ikke er varederivater. Dette er derivatkontrakter med samme egenskaper som varederivater, men som faller utenfor denne kategorien ettersom derivatets aktivum ikke er en vare. På grunn av slike derivatkontrakters umiddelbare likhet med varederivater, antar jeg at disse i stor grad vil bli behandlet på lik linje.

Jeg antar for øvrig at forslaget § 2-2 femte ledd nr. 5 i all hovedsak vil omfatte de derivatkontraktene som omfattes av definisjonens punkt 10. Av plasshensyn har jeg imidlertid ikke anledning til å behandle dette nærmere.

5.2.8 Innholdet av varebegrepet

Ved behandling av forslaget avgrensning av varederivatbegrepet reiser det seg spørsmål knyttet til forståelsen av varederivaters underliggende. *Hva er en "vare"?*

Gjennomføringsforordningen art. 2 nr. 1 definerer vare som *"any goods of fungible nature that are capable of being delivered, including metals and their ores and alloys, agricultural products, and energy such as electricity"*. Definisjonen er vid og omfatter også ikke-håndgripelige varer, men setter som betingelse at varen kan bli levert. Varebegrepet er avgrenset mot blant annet tjenester, værforhold og tillatelser. Dette medfører at fraktderivater, værderivater og derivater knyttet til utslippstillatelser ikke er å anse som varederivater. Slike kontrakter vil imidlertid som nevnt kunne falle inn under definisjonens punkt 10, og dermed i all hovedsak likestilles med varederivater.

5.2.9 Skillet mellom derivathandel og spothandel

I likhet med dagens varederivatbegrep, må også varederivatbegrepet etter forslaget avgrenses mot spothandel. Dette skillet er nærmere behandlet i pkt. 3.2.2 ovenfor. Ut over det som er sagt der, inneholder gjennomføringsforordningen i art. 38 nr. 2 en nærmere presisering av sontringen. Jeg er imidlertid av plasshensyn nødt til å avgrense denne fremstillingen til det som er behandlet ovenfor. Det mest iøynefallende utslaget av gjennomføringsforordningens presisering er at grensen mellom en derivatkontrakt uansett ikke kan ha kortere oppgjørssyklus enn to virkedager.

5.3 Forhold til dagens varederivatbegrep

I forbindelse med redegjørelsen for varederivatets innhold er det naturlig å kikke kort på eventuelle forskjeller mellom dagens varederivatbegrep og det som følger av forslaget. Jeg vil anta at endringene i definisjonen i all vesentlighet ikke vil medføre endringer av særlig betydning. Jeg vil likevel påpeke ulikheter på to punkter.

5.3.1 Skillet mellom finansielle og kommersielle varederivater.

For det *første* regulerer forslaget i mer omfattende grad skillet mellom finansielle varederivater og varederivater med kommersielt formål. Dette kan medføre at mens man i dag er nødt til å vurdere en kontrakt konkret, vil man i fremtiden i større grad kunne avgjøre dette på bakgrunn av objektive kriterier.

For det *andre* er dagens sontring lagt opp slik at det først stilles spørsmål om hvorvidt kontrakten er av finansiell art. Så vidt jeg kan se vil forslagets løsning i større grad ta utgangspunkt i hvorvidt kontrakten er av kommersiell art. For kontrakter som ligger i grenseland mellom de to kategoriene ser jeg ikke bort ifra at denne forskjellen kan få betydning.

5.3.2 Varebegrepets avgrensning

For det *første* tolkes ”varer” snevrere i forslaget enn i forhold til dagens regler. Per i dag omfatter varederivatbegrepet derivatkontrakter knyttet til en rekke størrelser som ikke faller inn under en naturlig språkforståelse av ”varer”, for eksempel fraktderivater og utslippsderivater. I fremtiden vil grensen mellom varer og andre størrelser som nevnt i direktivets vedlegg I avsnitt C, trekkes skarpere, jf definisjonen av varer i gjennomføringsforordningen art. 2 nr. 1. På den annen side vil derivatkontrakter knyttet til tjenester, indekser og tillatelser m.m. bli kategorisert i en egen gruppe som i stor grad vil bli behandlet på lik linje med varederivater.

Selv om en rekke derivatkontrakter knyttet til annet enn varer faller inn under dagens definisjon av varederivater, finnes det flere slike derivatkontrakter som ikke er omfattet av varederivatbegrepet. Typisk vil dette gjelde kontrakter knyttet til størrelser som på grunn av dagens krav til omsettelighet, faller utenfor definisjonen. Dette gjelder for eksempel som hovedregel de aller fleste værderivater.⁷¹ En følge av forslagets definisjon er at slike

⁷¹ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) s. 19

derivatkontrakter uttrykkelig defineres som finansielle instrumenter, og dermed er underlagt forslagets reguleringer.

6 Unntak fra forslagets reguleringer

6.1 Den nye reguleringen av varederivater

MiFID legger som nevnt i utgangspunktet opp til like omfattende regulering av alle typer finansielle instrumenter, herunder varederivater. For virksomhet og handel knyttet til enkelte former for slike instrumenter er imidlertid behovet for omfattende reguleringer ikke like fremtredende. For å unngå en ”overregulering” av denne handelen er en rekke nærmere angitte virksomheter med finansielle instrumenter unntatt fra direktivets virkeområde. Forslaget til ny verdipapirhandellov er bygget opp med det samme utgangspunkt. For ordens skyld, det er *forlaget* som er utgangspunktet for min og oppgavens drøftelser. Jeg vil i det følgende redegjøre for de unntakene som er foreslått i § 9-2, og problemstillinger knyttet til disse.

6.2 Betydningen av at virksomheten omfattes av unntakene

Det er på det rene at en rekke virksomheter vil komme til å falle inn under unntakene i forslagets § 9-2. I den sammenheng reises spørsmålet om hvilken betydning dette har.

Verdipapirmarkedsløvsutvalget foreslo i sin utredning en løsning hvor virksomhet som var omfattet av unntakene ble fritatt for konsesjonsplikt. Konsesjonsplikten er imidlertid bare et av mange krav som påhviler foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis. Med en slik løsning ville handelen bli omfattet av forslagets til dels tyngende reguleringer, i form av krav til organisering og operasjonelle krav i forslagets kap. 9 og 10. Proposisjonen tar hensyn til dette og foreslår at foretak som omfattes av unntakene skulle gis ”*unntak fra lovforslaget kapittel 9 og 10 (krav om tillatelse, organisering og*

*operasjonelle krav), i tillegg til kravet om tillatelse”.*⁷² Dette synes mer i tråd med direktivets løsning.⁷³ Verdipapirhandel unntatt etter reglene i § 9-2 vil riktignok være underlagt reglene i forslaget kapittel 3 til 5, 8 til 12 og 14 til 17. Så vidt jeg kan se vil kapittel 6, 7, 11 og 13 etter sitt innhold ikke få anvendelse for varederivathandelen.

Uten å gå alt for dypt inn i betydningen av disse unntakene, vil jeg anta at unntak fra forslaget kap. 9 og 10 vil medføre en betydelig lettelse for de foretak det gjelder.⁷⁴ Et krav om konsesjonsplikt er økonomisk tyngende for et foretak, særlig for mindre aktører. I tillegg vil kravene til virksomheten i forslaget kap. 10 kunne medføre pålegg om vesentlig omorganisering.

6.3 Nærmere om unntakene i § 9-2 annet ledd

Jeg vil i det følgende se nærmere på unntaksreglene i § 9-2 med særlig fokus på hvilken grad handel med varederivater vil omfattes av disse.

MiFID legger opp til fullharmonisering av art. 2. I forslaget til ny vphl. § 9-2 er riktignok enkelte av unntakene i art. 2 ikke inntatt. Dette har jeg kun drøftet i den grad jeg anser det for å ha betydning for fremstillingen. Art. 3 inneholder i tillegg flere unntak som medlemsstaten står fritt til å implementere etter eget ønske. Disse er kommentert nedenfor under pkt. 6.10.2.

Enkelte av unntakene vil ikke få betydning for handel med varederivater. Jeg har i den grad det har vært mulig forsøkt å avgrense fremstillingen mot disse unntakene. Jeg vil nedenfor ta for meg og redegjøre for de unntakene som kan få betydning for varederivathandelen.

⁷² Ot.prp. nr.34 (2006-2007) s. 67

⁷³ Etter MiFID art. 2 nr.1 får ikke direktivet i sin helhet anvendelse for virksomhet som er omfattet av unntakene

⁷⁴ På dette punktet kunne det ha vært interessant med en grundigere drøftelse av unntakenes betydning i praksis. En slik redegjørelse har jeg imidlertid ikke plass til innenfor denne oppgavens grenser.

Enkelte av unntakene som ligger i grenseland for denne sontringen vil også bli drøftet. Redegjørelsen vil ta for seg hva slags virksomhet unntakene får anvendelse for, og hvilke krav som stilles i den sammenheng, samt forklaring av unntaksreglene med enkelte eksempler. Spesielle problemstillinger som reiser seg i forhold til de enkelte unntakene vil også bli drøftet.

6.4 Kombinasjon av flere unntak

I forhold til enkelte unntakene i forslaget kan det stilles spørsmål om de er alternative eller ikke. Er et foretak begrenset til kun å drive én av de typene virksomhet som angis i nr. 1 til 9 for å være omfattet av unntakene, eller kan de kombineres? I forslagets § 9-2 annet ledd nr. 2, 3, 4 og 5, er svaret på dette angitt ved å bruke ordet ”bare” der den angitte virksomheten avskjærer foretakets adgang til å drive en eller flere av de andre formene for virksomhet i tillegg. I nr. 8 er ordet ”utelukkende” brukt i stedet, men betydningen er den samme. Den tilsvarende løsningen i MiFID illustreres ved at ordet ”exclusively” er benyttet.⁷⁵

Løsningen som er valgt i lovforslaget er likevel egnet til å reise spørsmål om hvilken mulighet det egentlig er til å kombinere unntatte virksomheter. Det er sikkert at et foretak som kun driver en av de nevnte virksomheter fremdeles er omfattet av unntaket. Likeledes er foretak som driver virksomhet som nevnt i unntak nr. 2 og 3, jf. unntak nr. 4, utvilsomt unntatt. Det samme gjelder foretak som driver en eller flere av de virksomheter som er nevnt i unntak nr. 1, 6, 7, og 9.

Det kan imidlertid være grunn til å spørre om det stiller det seg annerledes hvis et foretak eksempelvis er omfattet av unntaket i nr. 6 eller 7, og samtidig ønsker å yte andre former for investeringstjenester til selskap i samme konsern. Bestemmelsens ordlyd, kommentarer knyttet til dette i forarbeidene,⁷⁶ samt en antitetisk fortolkning av unntak nr. 4, trekker i

⁷⁵ Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 431

⁷⁶ Ot.prp. nr. 34 2006-2007 s. 431

retning av at foretak som driver en slik kombinasjon av virksomheter ikke er omfattet av unntakene. Dette synes for øvrig å være i tråd med systematikken i unntakene sett under ett. Samtlige av unntakene for virksomhet som er ledd i ”intern” yting av investeringstjenester (nr. 2, 3 og 8) er begrenset i forhold til kombinerings med andre virksomheter.

En slik løsning vil imidlertid i flere sammenhenger kunne virke urimelig. Hensynet til fri yting av investeringstjenester innad i et konsern ”synes primært å være at ”investeringstjenester” internt i et konsern kan sidestilles med investors (som ikke er et konsern) alminnelige investeringsvirksomhet, dvs. at konsernet anses som én person i denne sammenheng”.⁷⁷ I utgangspunktet ville jeg anta at dette hensynet står like sterkt selv om virksomheten blir kombinert mot yting av investeringstjenester til andre. Det er imidlertid mulig at det ved en slik kombinasjon av virksomheter ikke kan utelukkes en økt risiko for interessekonflikter mellom den handelen som skjer utad, og den handelen som skjer innad i konsernet. Jeg legger på den bakgrunn til grunn at en slik kombinasjon av virksomheter ikke er omfattet av unntakene.

6.5 Egenhandel

6.5.1 Egenhandelsbegrepet

Egenhandelsbegrepet dukker opp i forhold til flere av unntakene i forslaget § 9-2 annet ledd. Begrepet er imidlertid ikke entydig. Jeg ser det av den grunn hensiktsmessig å ta for meg begrepet samlet før jeg går inn i drøftelsen av de enkelte unntakene.

Det kan hevdes at en generell problemstilling knyttet til spørsmålet om de respektive former for egenhandel skal anses for å være konsesjonsfrie eller ikke, ikke nødvendigvis er en sentral problemstilling i forhold til reguleringen av handel med varederivater. Egenhandelsbegrepet er imidlertid generelt sett, svært sentralt i forbindelse med flere av

⁷⁷ NOU 2006: 3 side 51

unntakene som blir behandlet i det følgende, og hensynet til en helhetlig fremstilling av disse krever at jeg også behandler selve egenhandelsbegrepet nærmere.

Egenhandel eller handel for egen regning er i MiFID art 4 nr. 1 pkt. 6 definert som ”*handel for egen regning («trading against proprietary capital») som resulterer i gjennomførte transaksjoner i ett eller flere finansielle instrumenter.*”⁷⁸ Verken den danske, svenske, tyske eller engelske språkversjonen av direktivet bruker de direkte oversettelsene av det norske ordet egenhandel. Begrepet egenhandel brukes (vekselvis med ”handel for egen regning”) imidlertid i stor utstrekning i både utredningen og proposisjonen, se særlig utredningens kap. 2.8., Jeg har derfor i denne fremstillingen valgt å bruke begge formuleringene for å betegne det som i den engelske direktivversjonen betegnes som ”trading on own account”.

6.5.2 Forskjellige aktører

Egenhandelen kan foretas av forskjellige aktører. Innholdet av begrepet vil avhenge av hvem som utfører den. På den ene side har man et foretaks egenhandel, på den annen side blir begrepet også brukt om ansatte og tillitsvalgte som for eksempel handler med bedriftens aksjer personlig. Ansattes og tillitsvalgtes egenhandel vil ikke bli behandlet nærmere i denne fremstillingen.⁷⁹ I det følgende sikter derfor kun til et foretaks egenhandel ved bruk av begrepet. Egenhandel reiser for øvrig en rekke spørsmål i forhold til blant annet intern organisering, etiske normer, opplysningsplikt overfor kunder m.v.⁸⁰ Dette faller imidlertid utenfor den videre framstillingens rammer.

⁷⁸ Den norske oversettelsen er hentet fra NOU 2006: 3 pkt. 2.8.5

⁷⁹ Se blant annet proposisjonen pkt 7.12.2.

⁸⁰ Disse spørsmålene berøres nærmere i ”Rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag” utarbeidet av en arbeidsgruppe satt ned av Norges Fondsmeglerforbunds styre.

6.5.3 Skillet mellom tjenesteyting og kapitalforvaltning

Begrepet ”egenhandel” brukes uavhengig av verdipapirhandelloven for å betegne et finansieringsvirksomhetsforetaks handel for egen regning, i motsetning til handel for en kundes regning, for eksempel ved megling og formidling av finansielle instrumenter. Egenhandel kan imidlertid også innebære at foretaket yter en investeringstjeneste. Et eksempel på dette er virksomhet som market-maker.

Dagens verdipapirhandellov § 8-5 første ledd, jf. § 1-2 første ledd nr. 2, skiller mellom egenhandel som ”foretas som ledd i investeringstjenestevirksomhet” og egenhandel ”som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning”. Skillet mellom disse formene for egenhandel er ikke nærmere avklart i verken lov eller forskrift. Etter forarbeidene til den nye verdipapirhandelloven er det er avgjørende hvorvidt egenhandelen inneholder et tjenestelement eller ikke, og at ”[e]genhandel vil inneholde et tjenestelement hvis egenhandel foretas (i) i tilknytning til en annen investeringstjeneste (for eksempel ordreutførelse for kunder), eller (ii) som market making eller systematisk internalisering.”⁸¹

Systematisk internalisering er organisert, regelmessig og systematisk handel for egen regning i OTC-markedet.⁸² Dette kan for eksempel være et investeringsselskaps handel med egen beholdning av verdipapirer over en internettbasert investeringsløsning.⁸³ Med andre ord deler den flere særtrekk med prisstillervirksomhet, og fyller funksjonen som en slags market-maker i OTC-markedet. Mens virksomhet som market-maker som nevnt ikke er ukjent i det norske markedet, er verdipapirmarkedsløvsutvalget ikke kjent med at det foregår systematisk internalisering i Norge.⁸⁴ Unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav d omfatter uttrykkelig ingen av disse formene for egenhandel.

⁸¹ NOU 2006: 3 s. 52

⁸² Forslag til ny verdipapirhandellov § 2-4 fjerde ledd, se nærmere om systematisk internalisering i NOU 2006: 3 s. 95, pkt 4.9

⁸³ Danmarks Nationalbanks kvartalsoversikt 2003 fjerde kvartal.

⁸⁴ NOU 2006: 3 s. 97 pkt 4.9.3

Egenhandel som ikke inneholder et ”tjeneste”-element er unntatt fra konsesjonsplikt etter dagens regelverk. Denne avgrensningen av egenhandelsbegrepet vil jeg komme til å referere til som den snevre tolkningen av egenhandelsbegrepet. Jeg anser for øvrig avgrensningen for å være sentral ved forståelsen av det norske forslaget til gjennomføring av direktivets unntaksregler. Sondringen mellom egenhandel som ledd i investeringsjeneste og egenhandel uten tjenesteelement er for øvrig drøftet av Bergo.⁸⁵

6.5.4 Egenhandel som ledd i investeringsjeneste

Det finnes en rekke former for egenhandel som faller inn under begrepet egenhandel som ledd i investeringstjenesteyting. Dette er nærmere behandlet i ”Rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag”.⁸⁶ Her pekes det på en rekke former for egenhandel som anses å være ledd i investeringstjeneste:

- Selvinntrede mot kunder som ønsker raskt kjøp eller salg, og foretaket stiller enten kjøps- eller salgskurs på kundens forlangende.
- Selvinntrede mot en kunde fordi det ikke finnes andre motparter i markedet.
- Selvinntrede mot en kunde som ønsker å kjøpe eller selge *odde poster*. En odd post⁸⁷ vil si en post med verdipapirer som ikke stemmer med antallet verdipapirer i en *børspost*⁸⁸, og som derfor kan derfor være vanskeligere å selge (mindre likvid). Utrykket kommer av det engelske ”odd lot”.

⁸⁵ Bergo (2004) s. 150 til 151

⁸⁶ Rapporten er utarbeidet av en arbeidsgruppe nedsatt av Norges Fondsmeglerforbunds styre i november 2000

⁸⁷ Forklaringen er hentet fra NA24s online finansleksikon på <http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=188347> [7. mars 2007 kl 15:45]

⁸⁸ En børspost er det minste antall verdipapirer som må omsettes på børsen for å oppnå en offisiell kursnotering. For aksjer er dette gjerne et rundt antall aksjer som tilsvarer en verdi på ca. kr. 10.000. Forklaringen er hentet fra NA24s online finansleksikon på <http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=188241> [7. mars 2007 kl 15:45]

- Kjøp av poster for å kunne møte en forventet etterspørsel fra kunder.
- Kjøp av verdipapirer for egen regning dersom en kunde har gitt en kjøpsordre på "alt eller intet" og en annen, selgende kunde ikke vil vente med sitt salg til meglerforetaket har fått tilslag hos et tilstrekkelig antall selgere.
- Kjøp av verdipapirer som følge av utløst garantiforpliktelse ved deltagelse i fulltegningsgarantier ved emisjoner.
- Market-making

I tillegg kommer systematisk internalisering etter forslaget § 2-4 fjerde ledd

6.6 Unntak for egenhandel som ikke er ledd i investeringstjeneste

MiFID art. 2 nr. 1 bokstav d unntar egenhandel med finansielle instrumenter fra direktivets anvendelsesområde. Unntaket gjelder under forutsetning av at egenhandelen ikke skjer i form av market-making eller ved systematisk internalisering. Dette er typiske eksempler på egenhandel som også innebærer en yting av investeringstjenester. Disse formene for egenhandel er særskilt nevnt i direktivet art. 2 nr. 1 bokstav d. Det legges opp til å følge direktivets systematikk ved gjennomføring av MiFID i norsk rett.⁸⁹ Det foreslås imidlertid i proposisjonen ingen særskilte unntak tilsvarende MiFIDs art. 2 nr. 1 bokstav d. Jeg ser grunn til å stille spørsmål om hvilken betydning dette har i forbindelse med gjennomføring av unntaket.

Svaret på dette har tilsynelatende sammenheng med tolkningen av egenhandelsbegrepet. Verdipapirmarkedsløvsutvalget synes i utredningens punkt. 2.8.5 å legge til grunn den samme sontringen som gjeldende rett med hensyn til hvilke former for egenhandel som faller inn under regelverket etter unntak nr. 6.⁹⁰ Det kan synes som om utvalget her legger til grunn at egenhandelsbegrepet i forhold til enkelte av de andre unntakene, også skal tolkes innskrenkende. Det går imidlertid fram av sammenhengen i drøftelsene i

⁸⁹ Referanse: Følge opp mifid i norsk rett?

⁹⁰ Se ovenfor pkt. 6.5.3 andre avsnitt

proposisjonens kapittel 5 at dette synspunktet ikke følges helt opp i forslaget til ny verdipapirhandellov. Her legges det til grunn at egenhandel *med unntak av market-making og systematisk internalisering* skal tolkes som *egenhandel som ikke er ledd i investeringstjeneste* (innskrenkende tolkning). I forhold til de andre unntakene kan det i utgangspunktet imidlertid synes som om egenhandel skal tolkes til også å innbefatte investeringstjenester (utvidende tolkning).

En snever tolkning av begrepet i forhold til generell egenhandel kan ha mye for seg. Egenhandel i form av ren kapitalplassering fordrer i utgangspunktet ingen særskilt lovpålagt investorbeskyttelse. Egenhandel som ledd i investeringstjeneste har potensial for flere interessekonflikter, og bør av den grunn reguleres strengere. Basert på en slik tolkning vil unntaket i direktivets unntak være sammenfallende med norske unntaket fra konsesjonsplikt for egenhandelen som ikke drives på forretningsmessig basis (egenhandel som ikke er ledd i investeringstjeneste). Jeg antar at det norske unntaket følger motsetningsvis av lovforslagets § 9-1 første ledd, som krever tillatelse for yting av *”investeringstjenester på forretningsmessig basis”*. Dette er i tråd med utvalgets vurdering, som riktignok la opp til et spesifikt unntak tilsvarende direktivets art. 2 nr. 1 bokstav d for å følge direktivets systematikk, men dette var *”kun en teknisk begrunnet presisering, og [var] ikke ment å endre den gjeldende rettstilstanden.”*⁹¹

En snever tolkning av egenhandelsbegrepet i forhold til dette unntaket er for øvrig i tråd med det svenske gjennomføringsforslaget hvor det presiseres at *”[u]ndantaget bör tolkas snävt och tillämpas i fråga om exempelvis bolag och organisationer som inte utför tjänster på värdepappersmarknaden men som köper och säljer finansiella instrument som ett led i deras normala kapitalförvaltning”*.⁹²

⁹¹ NOU 2006: 3 p.k.t. 2.8.5 s. 52

⁹² Lagrådsremiss av 6. mars 2007 – Ny lag om värdepappersmarknaden s. 333. Lagrådsremisser er et forslag til proposisjonstekst som den svenske regjeringen sender til Lagrådet for gjennomgang før proposisjonen overleveres riksdagen for avstemming. Lagrådsremissen har med andre ord, i det minste i dette tilfellet, en betydning i det svenske lovforarbeidet nær opptil det en odelstingsproposisjon har i det norske lovforarbeidet.

Med den forutsetning at den omtalte egenhandelen skal tolkes innskrenkende som nevnt ovenfor, er jeg imidlertid enig i at det er mest hensiktsmessig å droppe et særskilt unntak i tillegg til unntaket for egenhandel som ikke er ledd i investeringstjeneste. En løsning som foreslått i utredningen ville kun være egnet til å skape tvil om unntaket faktisk var ment å ha en selvstendig betydning ved siden av § 9-1 første ledd eller ikke.

Direktivets art. 2 nr. 1 bokstav d må på denne bakgrunn anses for å være gjennomført uten særskilt gjennomføring.⁹³

Det kan imidlertid være grunn til å sette et lite spørsmålstegn ved hvorvidt forslaget er i tråd med EØS-retten på dette punktet. MiFID art. 2 er i motsetning til unntakene i art. 3 beregnet på fullharmonisering. I tråd med løsningen valgt i forslaget til ny verdipapirhandellov vil den norske regelen avgrenses mot samtlige former for egenhandel som ledd i investeringstjeneste.

Det forutsettes i MiFIDs fortale avsnitt 7 og 8 at direktivet kun er ment å omfatte de virksomheter, hvis faste erverv eller virksomhet består i å yte investeringstjenester på fast basis i ervervsøyemed. Egenhandel som ikke er å anse som tjenesteyting vil av den grunn ikke falle inn under direktivets anvendelsesområde uansett. Basert på en naturlig språkforståelse av ordlyden i MiFID art. 2 bokstav d, sett i sammenhengen med forutsetningen i fortalen, kan det forsvares å tolke bestemmelsens angivelse av ikke omfattede virksomheter som uttømmende. En slik tolkning ville medføre at andre former for egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomhet enn market-making og systematisk internalisering, ville være omfattet av unntaket.

Ettersom EU-traktaten pålegger Sverige å gjennomføre MiFID, er sjansen for at den foreslåtte lovteksten blir vedtatt uten betydelige endringer relativt stor.

⁹³ ot.prp. nr. 34 2006-2007 side 68

Jeg er imidlertid i det vesentligste enig i hensiktsmessigheten av den løsningen som er valgt i forslaget til ny verdipapirhandellov. Et unntak som omfattet de mange formene for egenhandel som ledd i investeringstjenester med samtlige finansielle instrumenter, ville være svært vidtrekkende. Det er mindre grunn til å tro at dette har vært hensikten med MiFID. Det endelige svaret på dette vil vi imidlertid ikke få, før vi ser hvordan dette unntaket blir tolket og håndhevet i det øvrige EØS-området.

6.7 Unntak for egenhandel med varer og varederivater

Unntaket i forslaget § 9-2 annet ledd nr. 7 omfatter foretak som *”har som hovedvirksomhet å handle for egen regning med varer eller varederivater, forutsatt at foretaket ikke er del av et konsern som har yting av andre investeringstjenester eller banktjenester som hovedvirksomhet”*. Unntaket er sannsynligvis det mest praktiske unntaket for varederivatforetak, og er utslag av at behovet for investorbeskyttelse nødvendigvis ikke er like stort på dette feltet som ved handel med andre finansielle instrumenter.

Unntaket er egnet til å tjene det formål at blant annet kraftselskaper etter gjennomføringen av MiFID, fremdeles på gitte vilkår kan yte investeringstjenester i det finansielle kraftmarkedet uten å utløse konsesjonsplikt og krav til virksomhetskrav. I fortalen til gjennomføringsforordning 1287/2006 punkt 22 uttales det at direktivets unntaksbestemmelser blant annet har som formål å ekskludere et betydelig antall kommersielle produsenter og -forbrukere fra direktivets virkeområde. Det legges i tillegg til at slike foretak heller ikke skal være avhengig av forhåndsgodkjenning av sin virksomhets status som ikke-finansiell etter unntakene. Disse uttalelsene i fortalen er særskilt myntet på MiFID art. 2 nr. 1 bokstav i og k.⁹⁴ På denne bakgrunn vil antakeligvis også dette unntaket kunne få stor betydning for varederivathandelen.

⁹⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 70

Omfattet av unntaket vil typisk være selskap som produserer, overfører eller selger varer, eller driver handel med varederivater for egen regning, eventuelt en kombinasjon av disse. Foretak som yter investeringstjenester innenfor varederivatmarkedet utover egenhandel, eksempelvis formidling av varederivater i form av mellommannsvirksomhet, vil derimot ikke være omfattet av unntaket. Dette gjelder for eksempel såkalte kraftforvaltere⁹⁵ og kraftmeglere⁹⁶. Unntaket gjelder heller ikke for foretak som er en del av et konsern med hovedvirksomhet å yte andre typer investeringstjenester eller banktjenester.

6.7.1 Grensen for egenhandel

I likhet med flere av de andre unntakene i § 9-2 reiser også dette unntaket spørsmål om hva som faller inn under egenhandelsbegrepet. Denne problemstillingen er svært aktuell for foretak som driver egenhandel med varederivater i form av market-making eller på annen måte egenhandel som ledd i investeringstjenesteyting.

Ved tolkning av egenhandelsbegrepet i forbindelse med unntaket i MiFID art. 2 nr. 1 bokstav d i forarbeidene gis det klare anvisninger på at begrepet skal tolkes innskrenkende.⁹⁷ Drøftelsene på dette punktet i gir for øvrig uttrykk for at denne tolkningen er det generelle utgangspunkt. Verdipapirmarkedslovsutvalgets drøftelser i forbindelse med MiFIDs unntak i bokstav k, gir for øvrig få konkrete holdepunkter for tolkningen. Departementet behandler imidlertid dette særskilt, og uttaler i proposisjonen på side 71 at *”[u]nntaket omfatter alle former for egenhandel, herunder egenhandel i form av prisstilling (”market-making”) på en regulert markedsplass,”* og tar dermed konkret stilling til spørsmålet om market-makere på varederivatmarkeder også er unntatt etter forslaget. Verken direktivets eller forslagets ordlyd gir for øvrig direkte anvisning på en innskrenkende tolkning av begrepet.

⁹⁵ Kraftforvaltere er foretak som kun driver forvaltning på vegne av kunder og/eller investeringsrådgiving innen varederivater til disse uten å ha annen hovedvirksomhet

⁹⁶ Kraftmeglere driver formidling av kraftderivater som mellommann

⁹⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) og NOU 2006: 3

Sett i forhold til tolkningen av MiFIDs unntak i bokstav d, kan unntaket for handel med varederivater sees på som en særregel som går foran etter lex specialis-prinsippet.⁹⁸ Det mer generelle egenhandelsunntaket gjelder for samtlige finansielle instrumenter, mens unntaket for varederivater har et langt snevrere virkeområde.

Varederivatforetakene står på mange måter i en særstilling blant selskaper som yter investeringstjenester. Handelen med varederivater i Norge har i løpet det siste tiåret i stor grad utviklet seg og foregått uten lovgivers inngripen. Som nevnt har stadig større deler av gjeldende verdipapirhandellov blitt gitt anvendelse også for varederivater, men konsesjonsplikt har ikke blitt pålagt varederivatforetak.⁹⁹

Til tross for mindre streng regulering av varederivathandelen har markedet i praksis, tilsynelatende fungert godt. Jeg antar at dette kan ha sammenheng med at markedsplassene selv har omfattende reguleringer som medlemmene må forholde seg til, og at det derfor nødvendigvis ikke er behov for ytterligere tilsyn og pålegg. Ettersom varederivathandelen i praksis er lagt opp til, og i all hovedsak foregår mellom profesjonelle aktører, er jeg enig i at behovet for særskilt investorbeskyttelse ikke nødvendigvis er like stort som for handel med andre finansielle instrumenter. Energibedriftenes Landsforening (EBL) hevder for øvrig i sin høringsuttalelse til utredningen under pkt. 3.3 at kraftselskap, ”[i] realiteten er de eneste foretak som kan påta seg oppgaven som prisstiller. Et bortfall av denne gruppen aktører vil kunne få negative konsekvenser for utviklingen av Nord Pool markedet.” Dette fordi ”[d]et kan bli vanskeligere for Nord Pool å rekruttere prisstillere fra kraftselskapene hvis det innføres en konsesjonsplikt for prisstillere i det finansielle kraftmarkedet.”¹⁰⁰

Jeg ser det på denne bakgrunn derfor som klart at ”handel for egen regning” i unntak nr. 7 også omfatter egenhandel som ledd i investeringstjeneste. I forbindelse med market-

⁹⁸ Boe (1999) s. 335-336

⁹⁹ Vphl. § 1-7

¹⁰⁰ EBLs høringsuttalelse til NOU 2006: 3 pkt 3.2

makeres stilling i forhold til lovreguleringene som følge av det nye forslaget uttales det i proposisjonen på side 71 at det ”[i] det videre arbeidet med gjennomføring av MiFID og dets utfyllende rettsakter, [...] innenfor EØS-reglens rammer [vil] kunne legges særlig vekt på hensynet til en effektiv prissetting og god likviditet på den sentrale nordiske markedsplassen for omsetning av kraft (Nord Pool). Det vises i den sammenheng til sammenhengen mellom det finansielle markedet og spotmarkedet for kraft, og betydningen av å sikre tilstrekkelig likviditet i disse markedene.”

6.7.2 Varer eller varederivater

I tillegg til spørsmålet rundt egenhandelen reiser unntaket også problemstillinger i forhold til avgrensningen av varer og varederivater. Jeg anser imidlertid disse spørsmålene for tilstrekkelig besvart ovenfor under pkt. 5

6.7.3 Nordisk rettsenhet

Jeg er i liten tvil om at en utvidende tolkning av egenhandelsbegrepet i forhold til unntaket i nr. 7 er den ”riktige” tolkningen. Sett hen til hensynet til fellesnordisk rettsenhet har dette spørsmålet imidlertid voldt meg vesentlig hodebry. Ettersom de største norske markedene for varederivater, Nord Pool og IMAREX, er fellesnordiske, er hensynet til nordisk rettsenhet en viktig faktor ved gjennomføringen av MiFID. I dag er reglene om konsesjonsplikt imidlertid forskjellige i de nordiske landene.

Etter gjeldende svensk regelverk er egenhandel med finansielle instrumenter, herunder varederivater, konsesjonspliktig, jf lag (1991:981) om värdepappersrörelse 1 kap. 3 § 3.¹⁰¹ I likhet med norsk rett er imidlertid handel med finansielle instrumenter unntatt konsesjonsplikt såfremt det er snakk om handel for egen regning som ikke er ledd i investeringstjeneste. Slik handel faller etter sigende utenfor den svenske lovens egenhandelsbegrep.¹⁰² Med andre ord legges det til grunn en tilsvarende sonndring mellom tjenesteyting og ikke-tjenesteyting som etter norsk rett.

Som ledd i den svenske behandlingen av MiFID, og arbeidet med dens gjennomføring i svensk rett, ble den svenske utredningen presentert i SOU 2005: 50. I forhold til de av MiFIDs unntak med størst aktualitet i for

¹⁰¹ Afrell side 184 pkt. 10.2.4

¹⁰² SOU 2005: 50 pkt. 753 s. 246

varederivathandel, er fremstillingen i hovedsak begrenset til en drøftelse av egenhandelsbegrepet. I denne drøftelsen legger den svenske "Värdepappersmarknadsutredningen" til grunn en snever tolkning av egenhandel, og konkluderer med at særskilt gjennomføring av disse unntakene dermed ikke er nødvendig, ettersom dette allerede er unntatt etter gjeldende rett. Denne løsningen er svært avvikende i forhold til den som til slutt ble valgt i den norske lovbehandlingen.

Det videre svenske lovarbeidet med gjennomføringen av MiFID modifierer dette standpunktet noe. I forslaget til riksdagsproposisjon foreslås innføring av et unntak tilsvarende MiFID art. 2 nr. 1 bokstav i, i forslaget til ny lag om värdepappersmarkanden kap. 2 § 5 nr. 11. I den forbindelse legges det til grunn en tolkning som i all hovedsak stemmer overens med den norske tolkningen av unntaket.¹⁰³

Tilsvarende gjelder ikke for gjennomføringen av unntaket i MiFID art. 2 nr.1 bokstav k. Riktignok foreslås innføring av en eksplisitt unntaksbestemmelse, se forslaget til ny lag om värdepappersmarkanden kap. 2 § 5 nr. 13. Det legges imidlertid til grunn at egenhandelsbegrepet også skal tolkes snevert, til kun å gjelde handel i forbindelse med normal kapitalforvaltning og lignende.¹⁰⁴ Så vidt jeg kan se innebærer dette at blant annet market-making ikke faller inn under det svenske unntaket tilsvarende MiFID art. 2 nr. 1 bokstav k, mens det tilsvarende norske unntaket omfatter "*alle former for egenhandel, herunder egenhandel i form av prisstilling ("market-making") på en regulert markedsplass*".¹⁰⁵

Jeg tar forbehold om endringer i tolkningsgrunnlaget presentert ovenfor ettersom verken det norske- eller svenske forslaget foreløpig er vedtatt.

6.8 Unntak for yting av investeringstjenester til kunder i hovedvirksomheten

Unntaket i forslagets § 9-2 annet ledd nr. 6 omfatter foretak som "*handler for egen regning i finansielle instrumenter, eller yter investeringstjenester knyttet til varederivater eller derivatkontrakter som nevnt i § 2-2 femte ledd nr. 5 til kundene i hovedvirksomheten, forutsatt at dette er en tilknyttet aktivitet til hovedvirksomheten vurdert på konsernbasis, og at denne hovedvirksomheten ikke er yting av investeringstjenester eller banktjenester*".

Forslagets § 2-2 femte ledd nr. 5 omfatter for eksempel utslippstillatelser, klimatiske variable (væderivater), frakt- og bunkersrater, utslippstillatelser og offisielle økonomiske

¹⁰³ Lagrådsremiss av 6. mars 2007 – Ny lag om värdepappersmarknaden s. 336

¹⁰⁴ Lagrådsremiss av 6. mars 2007 – Ny lag om värdepappersmarknaden s. 336

¹⁰⁵ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 71

statistikker. Et typisk eksempel på type virksomhet som er omfattet av unntaket er en kraftprodusent som i tillegg til å selge strøm (hovedvirksomheten) tilbyr finansiell porteføljeforvaltning (tilleggstjenesten) til sine kunder. Yting av tilleggstjenester i forbindelse med valutaterminer faller utenfor unntaket.¹⁰⁶

I likhet med unntaket for rene varederivatforetak er et vesentlig hensyn ved dette unntaket at blant annet kraftselskaper etter gjennomføringen av MiFID, fremdeles skal kunne yte investeringstjenester i det finansielle kraftmarkedet uten å utløse konsesjonsplikt.¹⁰⁷

6.8.1 Hovedvirksomhet

Ved nærmere drøftelse av unntaket er det naturlig å sette spørsmålstegn ved hva som kan være *foretakets hovedvirksomhet*. En naturlig forståelse av unntakets ordlyd gir ingen grunn til å anta at det skal foreligge en begrensning i hva hovedvirksomheten kan bestå av bortsett fra de virksomhetene som er uttrykkelig nevnt.¹⁰⁸ Dette er også lagt til grunn i forarbeidene.¹⁰⁹ I kraftbransjen vil dette eksempelvis omfatte foretak som driver produksjon, distribusjon eller salg av kraft. På den annen side vil for eksempel såkalte kraftforvaltere og kraftmeglere falle utenfor. Det følger for øvrig av de nevnte forarbeider at vurderingen av hva som skal anses for å være foretakets hovedvirksomhet skal skje på konsernbasis.

6.8.2 Tilknyttet hovedvirksomheten

Dernest reiser spørsmålet seg om hva som skal til for at en tjeneste skal anses for å være *tilknyttet hovedvirksomheten*. På dette punktet er EU-kommisjonen gitt kompetanse til å gi

¹⁰⁶ Jeg anser dette som relativt innlysende, men spørsmålet er særskilt tatt opp i Ot.prp. nr 34 2006-2007 på side 71. Valutaterminer omfattes av forslaget § 2-2 femte ledd nr. 1 og er av den grunn utelukket fra kategorien ”andre derivater som ikke ellers omfattes av leddet her”.

¹⁰⁷ Gjennomføringsforordningens forale punkt 22

¹⁰⁸ Investerings-tjenesteyting eller banktjenester i tråd med bankdirektivet.

¹⁰⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 70

utfyllende regler. Slike regler er foreløpig ikke blitt utarbeidet, og forarbeidene gir anvisning på at denne vurderingen inntil videre må gjøres konkret.¹¹⁰ Indikative faktorer i den sammenheng er ”*bl.a. [...] virksomhetens karakter og de hensyn reguleringen av verdipapirforetak skal ivareta.*” Jeg vil på den bakgrunn anta at det i denne sammenheng vil være avgjørende for vurderingen, hvorvidt behovet for investorbeskyttelse anses for å være tilstede eller ikke i det konkrete tilfellet.

Generelt sett vil slik tilleggsvirksomhet i forbindelse med varer og varederivathandel kunne være mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med et eller flere finansielle instrumenter, utførelse av ordre på vegne av kunde, omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, aktiv forvaltning av investorers portefølje av finansielle instrumenter på individuell basis og etter investors fullmakt, investeringsrådgivning, samt drift av multilateral handelsfasilitet, jf forslaget § 2-1.

6.8.3 Kunde av hovedvirksomheten

Et ytterligere krav i bestemmelsen er at tilleggstjenesten må ytes til en kunde av hovedvirksomheten. Dette reiser enkelte interessante problemstillinger i forhold til hva som skal anses for å være et kundeforhold. *For det første* er dette interessant i forhold til handel med kraftderivater over Nord Pool. I likhet med andre regulerte markeder foregår handelen over disse mot ukjente motparter. Kontraktsslutningen foregår anonymt ved hjelp av Nord Pool Clearing som mellommann. Det foreligger dermed ingen direkte kontakt mellom partene. Det kan på denne bakgrunn stilles spørsmål om medlemmer på et slikt marked kan anses for å være kunder av alle foretak som handler med kraft eller kraftderivater på dette markedet.

Unntakets ordlyd gir ingen direkte veiledning her. Heller ikke MiFIDs definisjon av begrepet kunde (”client”) i art. 4 nr. 2 (10) er egnet til å kaste særlig lys over problemstillingen. Av forarbeidene følger imidlertid at for at det skal anses å foreligge et

¹¹⁰ ¹¹⁰ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 70 og NOU 2006: 3 side 56

kundeforhold ”må [det] foreligge en direkte forretningsforbindelse mellom to eller flere kjente parter, og en slik forbindelse oppstår ikke gjennom slutning av anonyme handler på en markeds plass. På den annen side kan et foretak som selger kraft til slutt kunder, etter omstendighetene kunne yte investeringstjenester overfor slike kunder uten at virksomheten anses å være omfattet av lovens virkeområde.”¹¹¹ Svaret på spørsmålet stilt ovenfor må dermed være nei, så fremt det ikke foreligger direkte kontakt mellom partene.

Et annet aktuelt spørsmål er hvilken stilling kommuner og fylkeskommuner med krav på konsesjonskraft¹¹² og som avregner denne finansielt, har i forhold til kraftleverandøren. I slike tilfeller er det imidlertid etablert et forretningsmessig forhold direkte mellom partene, og dette er etter departementets vurdering i proposisjonen, tilstrekkelig til å anse en (fylkes)kommune som kunde (”client”) av kraftleverandøren.¹¹³

EBL reiser i sin høringsuttalelse ytterligere problemstillinger knyttet til forholdet mellom leverandør og kunde hvor det enten er snakk om ukjente motparter og/eller ikke direkte kontakt mellom partene. På bakgrunn av departementets uttalelse i forhold til handel over Nord Pool antar jeg at MiFIDs krav til etablert kundeforhold heller ikke i disse tilfellene er oppfylt.

6.9 Unntak for yting av investeringstjenester innen samme konsern

Utkast til ny § 9-2 annet ledd nr. 2 gjelder for foretak som ”bare yter investeringstjenester overfor selskap innen samme konsern.” Unntaket er en videreføring av vphl. § 7-1 tredje

¹¹¹ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 70

¹¹² Konsesjonskraftregimet er ordningen som gir kommunene rett til en andel av verdiskapningen som finner sted i kommunen ved blant annet å sikre kommunene en viss andel av den produserte kraften til en rimelig pris. Konsesjonskraftregimet er hjemlet i vassdragsloven § 12 nr. 15 og er nedfelt i de enkelte konsesjonsavtalene. For mer om konsesjonskraft se blant annet Faktark nr. 1 2004 vedrørende konsesjonsavgifter og konsesjonskraft utgitt av Norges vassdrags- og energidirektorat. Lastet ned fra <http://www.nve.no/FileArchive/166/Fakta%201-04-A4.pdf> 5. april 2007 kl 20:30

¹¹³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 70

ledd nr. 2, og gjennomfører direktivets art. 2 nr. 1 bokstav b. Unntaket er generelt utformet og gjelder for handel med alle typer finansielle instrumenter, ikke bare varederivater.

Rettspolitisk begrunnes unntaket med fravær av behovet for investorbeskyttelse, ettersom selskapet yter tjenesten til seg ”selv”. Verdipapirmarkedsløvsutvalget legger i utredningen på side 51 til grunn at et pålegg om konsesjon for slik handel vil fremstå som ubegrunnet. Utgifter for konsernet i forbindelse med oppfyllelse av konsesjonsvilkår og organisasjonskravene i forslagets kap. 10, vil dermed kunne fremstå som unødvendige.

6.9.1 Avgrensning av type virksomhet

Det første spørsmålet som dukker opp ved behandlingen av unntaket i nr. 2, er *hva slags virksomhet* som skal unntas fra konsesjonsplikt. En naturlig språklig forståelse av ordlyden i bestemmelsen gir ikke uttrykk for en begrensning i hvilke investeringstjenester som kan ytes med hva slags finansielle instrumenter. Av den grunn kan det antas at *alle* typer investeringstjenester dermed kan ytes konsesjonsfritt med alle typer finansielle instrumenter, såfremt dette skjer internt i et konsern.¹¹⁴ Et forbehold må imidlertid tas for det tilfellet at det i fremtidig praksis likevel oppstår et behov for strengere regulering av slik handel. Ved innføring av nye tjenester eller finansielle instrumenter kan det oppstå nye og hittil ukjente reguleringsbehov. Dette vil også kunne gjelde for de andre unntakene i forslagets § 9-2.

6.9.2 Avgrensning av konsern

For det andre kan det stilles spørsmål om hvordan ordet ”*konsern*” skal avgrenses. Ordlyden eller bestemmelsen for øvrig gir ingen nærmere holdepunkter for denne avgrensningen. På bakgrunn av prinsippet om rettsreglenes fragmentariske karakter¹¹⁵ kan

¹¹⁴ En slik forståelse av unntaket legges også til grunn i Energibedriftenes Landsforenings høringsbrev til NOU 2006: 3.

¹¹⁵ Torstein Eckhoff, Rettskildelære 5. utgave 2001, Universitetsforlaget, s. 48

det være grunn til avgrense begrepet i tråd med definisjonen som følger av aksjelovene § 1-3.¹¹⁶ I forarbeidene til forslaget bemerkes det imidlertid at *”den alminnelige konsern definisjonen etter omstendighetene kan være for snever i forhold til å angi unntakets anvendelsesområde. Konsernbegrepet bør etter omstendighetene bl.a. kunne omfatte strukturer hvor det er en annen juridisk person enn et aksjeselskap/allmennaksjeselskap som utøver bestemmende innflytelse i foretaket.”*¹¹⁷ Det legges på samme sted for øvrig til grunn at avtalebaserte tilknytningsformer med private equity-selskap ikke er omfattet.

Avgrensningen må i alle tilfeller bero på en konkret vurdering. Jeg ser for øvrig ikke bort fra at avgrensing av *”en gruppe av foretak som er knyttet sammen gjennom eierinteresser eller felles ledelse”* i aksjelovens § 6-2 kan gi veiledning. Om denne *”gruppeavgrensningen”* sier Norsk lovkommentar at den kan være aktuell i de *”tilfeller hvor selskapene faller utenfor aksjelovens konsern definisjon fordi konsernspissen ikke er et aksjeselskap, men f.eks. et ansvarlig selskap eller en fysisk person.”*¹¹⁸

Uansett må det legges til grunn at unntaket i nr. 2 vil kunne komme til å få betydning for flere varederivatforetak.¹¹⁹

6.10 Øvrige unntak

6.10.1 § 9-2 annet ledd nr. 9

Når det gjelder de øvrige unntakene som følger av forslaget, har jeg ansett disse som mindre sentrale i forhold til varederivathandelen. Det ble imidlertid i høringsrunden stilt spørsmål om ikke unntakene i forslagets § 9-2 annet ledd nr. 9 ville kunne omfatte

¹¹⁶ Lov nr. 44 av 13. juni 1997 – aksjeloven og lov nr. 45 av 13. juni 1997 – allmennaksjeloven

¹¹⁷ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 69

¹¹⁸ Halvorsen Marit. Kommentar til aksjeloven I:Norsk lovkommentar (CD-ROM), 2007 note 966

¹¹⁹ Energibedriftenes Landsforenings høringsuttalelse til NOU 2006: 3

forvalting og megling av derivatkontrakter i OTC-markedet.¹²⁰ Det går frem av sammenhengen at spørsmålet er særskilt myntet på varederivatkontrakter.

Forslagets § 9-2 annet ledd nr. 9 gjennomfører sammen med nr. 8, direktivets art. 2 nr. 1 bokstav l, og er så vidt jeg kan se en videreføring av unntaket i ISD art. 2 nr. 2 bokstav j.¹²¹ Unntaket ble imidlertid ikke inntatt i dagens verdipapirhandellov, med den begrunnelse at det ikke forelå slik virksomhet i Norge på det tidspunktet. Det ble imidlertid lagt opp til at et slikt unntak ved behov kunne gjennomføres i forskrift.¹²² Jeg antar på denne bakgrunn at unntakets formål ikke har vært særskilt å omfatte OTC-megling av *varederivatkontrakter*, ettersom ISD ikke regulerer slike.

Dette utelukker imidlertid ikke at OTC-megling generelt kan være omfattet av unntaket. Svaret på dette antar jeg må følge av en tolkning av begrepet ”marked” i bestemmelsen.

Unntakets ordlyd lyder: *”handler for andre medlemmers regning i derivatmarkedet, eller stiller priser for slike medlemmer, forutsatt at kontraktene som inngås eller prisene som stilles er sikret ved at oppgjørsmember eller oppgjørssentral fra de samme markedene trer inn som part eller på annen måte garanterer for oppfyllelsen av kontraktene eller prisene.”*

Det henvises i bestemmelsen til markeder i bestemt form og medlemmer av disse, og sett hen til begrepets semantiske kontekst tyder det på at det siktes til avgrensede markeder i form av for eksempel en regulert markeds plass eller børs. Ettersom OTC-megling nettopp karakteriseres av at den foregår *utenfor* regulerte markeder, vil jeg i utgangspunktet anta at slik megling ikke faller inn under unntaket.

¹²⁰ Nordisk Kraftmeglerforbunds høringsuttalelse til NOU 2006: 3 pkt. 4

¹²¹ NOU 2006: 3 s. 57

¹²² NOU 1995: 1 s. 59 til 60

Rettskildegrunnlaget for denne slutningen er imidlertid tynt. Spørsmålet er ikke berørt i redegjørelsen for unntaket i utredningen. I proposisjonen er heller ikke unntaket selvstendig drøftet, bortsett fra at departementet ikke vil *”utelukke at unntaket etter omstendighetene kan være aktuelt, men det vil bero på den aktuelle situasjon.”*¹²³ Jeg tar på den bakgrunn forbehold om at reguleringshensyn og praktiske behov gjør det nødvendig å tolke bestemmelsen til også å omfatte OTC-megling.

6.10.2 Fakultative unntak i MiFID art. 3

I forhold til de fakultative unntakene i MiFID art. 3, legges det i utgangspunktet ikke opp til særskilt gjennomføring av noen av disse. I proposisjonen uttales det imidlertid på side 72 i denne forbindelse at *”det kan være grunnlag for at foretak som yter et begrenset tjenestespekter og for øvrig oppfyller direktivets artikkel 3, unntas fra enkelte av lovens bestemmelser.”*

Det tillegges at det kan være aktuelt å innføre unntak i forskrift for *”foretak som yter et begrenset tjenestespekter og som oppfyller direktivets artikkel 3”*

Hjemmel for slik forskrift følger av forslaget § 1-3: *”Departementet kan i forskrift fastsette at enkelte av lovens bestemmelser ikke skal gjelde for verdipapirforetak som ikke besitter kundemidler, og kun driver investeringsrådgivning og/eller mottak og formidling av ordre i forbindelse med omsettelige verdipapirer og verdipapirfondsandeler, og bare formidler ordre som nevnt i nr. 2 til verdipapirforetak eller kredittinstitusjon med adgang til å yte slike investeringstjenester i Norge, eller til forvaltningsselskap for verdipapirfond med adgang til å drive verdipapirfondsforvaltning i Norge.”*

Jeg antar at virksomhet som blant annet kraftporteføljeforvaltning og kraftmegling eventuelt kan kunne omfattes av slike forskrifter. Behovet for en slik forskrift vil imidlertid

¹²³ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)

måtte vurderes nærmere i lys av tilpasningsbehov som vil kunne oppstå i fremtiden.¹²⁴ Jeg ser det på den bakgrunn som lite hensiktsmessig å vurdere dette nærmere før det eventuelt foreligger konkrete tilpasningsbehov eller forslag til slike forskrifter.

6.11 Særlig om market-making i forhold til gjennomføringen av MiFID

I følge EBL fyller foretak som driver market-making på varederivatmarkeder i praksis en viktig funksjon. Markeds plassene er avhengig av kontinuerlig prising av kontrakter for å oppfylle sin funksjon. Denne viktige oppgaven er det market-makerne som i stor grad oppfyller. På Nord Pool stilles for øvrig strenge krav til prisstillere i forhold til tilgang til markedet og kapital.¹²⁵

Etter dagens regelverk er slike market-makere unntatt fra konsesjonsplikt så fremt virksomheten og handelen foregår med varederivater, jf vphl. § 1-7. EBL trekker frem i sin høringsuttalelse til utredningen, at det kan bli problematisk for Nord Pool å rekruttere market-makere hvis de nye reglene medfører at slik virksomhet blir underlagt samme reguleringer som handel med andre finansielle instrumenter.

Det følger av redegjørelsen ovenfor at virksomhet som market-maker på varederivatmarkedet er unntatt fra forslagets kap. 9 og 10, jf § 9-2 andre ledd nr. 7. En språklig forståelse av unntaket medfører imidlertid at andre derivatkontrakter med ikke-finansielt underliggende, ikke er omfattet. Følgelig vil virksomhet som market-maker i et kraftderivatmarked være omfattet av unntaket, mens market-making i et fraktderivatmarked (fraktrater som underliggende aktivum) ikke vil være omfattet. Dette vil i mine øyne medføre en ubegrunnet forskjellsbehandling av handel med to svært like instrumenter, og dette ikke er gjort med hensikt. Jeg antar på denne bakgrunn at denne regelarbitrasjen vil kunne komme til avhjelpes i forskrifts form. Forslaget hjemler slike utfyllende reguleringer i § 9-2 tredje ledd. Jeg ser heller ikke bort i fra at dette kan løses i definisjonen av

¹²⁴ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 72

¹²⁵ Energibedriftenes landsforenings høringsuttalelse til NOU 2006: 3 pkt. 3.2

varederivater. Som nevnt ovenfor under pkt. 5.2.2, er det foreløpig ikke tatt stilling til varederivatdefinisjonens endelige utforming.

6.12 Tolkning av MiFID i forhold til gjeldende rett

Verdipapirmarkedsløvsutvalget legger til grunn en relativt omfattende redegjørelse av gjeldende rett ved drøftingen av implementeringen av direktivbestemmelsene, og forslaget presentert i proposisjonen følger i all hovedsak utvalgets system og utgangspunkt. Svært mange av tolkningene gjøres godt forankret i gjeldende rett, og det synes i enkelte tilfeller å legges særlig stor vekt på forståelsen av dagens bestemmelser ved avgjørelsen av hvordan direktivbestemmelsene skal tolkes, framfor å søke mer en EU-harmonisert fortolkning. Også i høringsrunden til utredningen påpekes at påpekes det at utredningen til en viss grad lider av manglende fokus på harmonisering av norske regler mot EU.¹²⁶

7 Oppsummering og konklusjon

7.1 Oppsummering av hovedfunn i relasjon til spørsmålene reist i avhandlingen

Som det fremgår av redegjørelsen i kap. 6, er unntakene forslaget til ny verdipapirhandellov § 9-2 annet ledd omfattende i forhold til varederivatforetak. Varederivatforetak som på en eller annen måte er knyttet direkte til produksjon, levering eller salg av den aktuelle varen, har i stor grad også muligheten til å yte investeringstjenester knyttet til denne virksomheten uten å være omfattet av tyngende reguleringer. Dette gjelder uansett om det er snakk om yting av tilleggstjenester til kunder av hovedvirksomheten, jf forslaget § 9-2 annet ledd nr. 6, eller virksomhet som markettaker på et marked for varederivater, jf forslaget § 9-2 annet ledd nr. 7.

¹²⁶ Nord Pools høringsuttalelse til NOU 2006: 3 punkt. 1

Framstillingene i kap. 3 og 5 viser at grensen mellom varederivater som faller inn under definisjonen av finansielle instrumenter, og de som anses å fylle et kommersielt formål, i all hovedsak er sammenfallende med dagens skille mellom finansielle og ikke-finansielle varederivater. På bakgrunn av dette vil det heller ikke være noen umiddelbar risiko for at aktører i den kommersielle varederivathandelen, vil komme til å måtte endre sitt handelsmønster fordi handelen med kontraktene de bruker, skulle bli omfattet av verdipapirhandellovens regler.

Det er likevel ikke til å stikke under en stol at MiFID-gjennomføringen, for de typer av varederivatforetak som ikke omfattes av unntakene, kan by på omveltninger som de aller helst hadde vært foruten. Dette gjelder blant annet foretak som kun driver investeringsrådgivning, porteføljeforvaltning (for eksempel kraftforvaltere) eller megling knyttet til varederivater (for eksempel kraftmeglere).¹²⁷ For disse foretakene vil gjennomføringen av de nye verdipapirhandelreglene medføre konsesjonsplikt og krav til virksomheten for opprettholde den virksomheten de driver i dag. Jeg vil anta at dette, i sær for mindre foretak, vil by på utfordringer.

7.2 Kommentarer til begrensninger i oppgaven

I arbeidet med oppgaven er enkelte begrensninger i fremstillingen blitt klare for meg. Jeg ser ikke bort i fra at andre kan mene det er flere, men jeg vil påpeke tre.

Først og fremst mangler forfatteren førstehåndserfaring med handel i finansielle instrumenter. Ettersom jeg i denne oppgaven i mindre grad har fokusert på det praktiske aspektet av varederivathandelen, vil dette forhåpentligvis ikke forekomme som tydelig. Jeg ser imidlertid ikke bort ifra at mer inngående kjennskap til det praktiske liv på børser og markedsplasser, ville ha gjort oppgaven mer anvendelig praksis.

¹²⁷ Med forbehold om at det ikke innføres forskrift som nevnt i pkt. 6.10.2 før lovens ikrafttredelse.

For det andre strekker avhandlingens tema og problemstilling seg over et omfattende sett med regler. Jeg har av den grunn vært nødt til å avgrense mot en rekke problemstillinger som helt sikkert kan være interessante for reguleringen av varederivathandelen.

For det tredje er regulering av varederivater basert på tildels nye relativt uprøvde regler, og gitt anvendelse på et relativt nytt og ukjent område. Dette har vist seg ved tilfeller av usikkerhet knyttet til reguleringsbehov, og tolkning av bestemmelsene. Etter hvert som det knytter seg praksis til disse reguleringene, kan det godt tenkes at bildet viser seg å være annerledes enn det jeg har sett for meg under arbeidet med oppgaven. Regler og problemstillinger jeg har ansett for å være sentrale, kan når teori møter praksis, vise seg å være mindre anvendelige. Uansett hvordan dette utvikler seg, er dette noe bare tiden kan vise.

7.3 Implikasjoner fremover

På bakgrunn av varederivathandelens litt usikre fremtidsbilde, bør det ved anvendelse av unntaksreglene være rom for dynamisk tolkning basert på de behov og hensyn som eventuelt dukker opp i fremtiden. Av hensyn til de internasjonale varederivatmarkedene Norge er en del kan det også være grunn til å holde et øye med gjennomføring og tolkning av reguleringene i øvrige EØS-stater. Jeg vil anta at dette i særskilt grad vil ha betydning for regelharmonien i fellesnordiske kraftmarkedet.¹²⁸

På samme bakgrunn gir MiFID EU-Kommisjonen pålegg om å revurdere av unntakene for varederivater innen 30 måneder fra direktivets ikrafttreden.¹²⁹ Rapporten skal blant annet omfatte vurdering av om det er hensiktsmessig å beholde unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav k (unntaket for varederivatforetak) og unntaket i artikkel 2 nr. 1 bokstav i (unntaket for yting av investeringstjenester til kunder av hovedvirksomheten).

¹²⁸ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 71

¹²⁹ Felles dato for gjennomføring av MiFID i nasjonal rett er satt til 1. november 2007

Jeg legger til grunn at disse endringene i så fall vil måtte gjennomføres i Norge når den tid kommer.

8 Litteraturliste

8.1 Bøker

Lars Afrell, Håkan Klar og Per Samuelsson: *Lärebok i kapitalmarknadsrät*
2. opplag, Stockholm, Norstedts Juridik AB, 1998

Erling Christiansen: *Materialsamling i Børs- og Verdipapirrett*
Oslo, Advokatfirmaet Schjødt, 2005

Knut Bergo: *Børs og verdipapirrett*
Oslo, Cappelen Akademiske Forlag, 2004

Erik Boe: *Innføring i Juss*
2. opplag, Oslo, Tano Aschehoug, 1999

Torstein Eckhoff v/Jan E. Helgesen: *Rettskildelære*
5. utgave, Oslo, Universitetsforlaget, 2001

Ruth Nielsen: *EU ret*
3. reviderte utgave, Gylling, Forlaget Thomson, 2002

8.2 Artikler

Frede Aas Rognlien: *Reguleres det uregulerte? Enkelte problemstillinger i tilknytning til OTC-markedet for aksjer*

I: Tidsskrift for rettsvitenskap, Årgang 8 (2002) s.380-394

8.3 Rapporter

Danmarks Nationalbank: *Kvartalsoversikt 2003 fjerde kvartal*

Arbeidsgruppe satt ned av Norges Fondsmeglerforbunds styre: *Rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag*

Oslo, 21. november 2000

Econ: *Regler och tillsyn inom den finansiella delen av el-marknaden*

Rapport nr. 75/2001

8.4 Lovgivning

8.4.1 Norske lover

1940 Lov om vassdragene (vassdragsloven) av 15. mars 1940 nr. 3

1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44

1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45

1997 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79

2000 Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17. november 2000 nr. 80

2005 Endringslov av 4. mars 2005 nr. 11

8.4.2 EU-lovgivning

EP/Rdir 2004/39/EF on Markets in Financial Instruments Directive

Engelsk, svensk, dansk, tysk, nederlandsk språkversjon. Samt uoffisiell norsk oversettelse

EP/Rdir 93/22/EF Investment Services Direktiv

EP/Rdir 2000/12/EF Banking Directive

Kfo 1287/2006/EF Forordning (EF) nr. 1287/2006 om verdipapirforetaks oppgaveplikt, transaksjonsrapportering, markedstransparens, opptak til handel av finansielle instrumenter, og visse definerte begreper

EØS-avtalen

8.4.3 Øvrig lovgivning

Nord Pool – Rulebook for the Financial Electricity market

NOREX medlemsregler punkt 6.8.1

Lag om om värdepappersrörelse (1991:981) [Sverige]

8.5 Forarbeider

8.5.1 Norske forarbeider

NOU 2006: 3 Om markeder for finansielle instrumenter

NOU 1999: 29 Varederivater

NOU 1995: 1 Investeringsforetak

Ot.prp. nr 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)

Ot.prp. nr 53 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (regulering av handel med varederivater)

8.5.2 Svenske forarbeider

SOU 2005: 50 s. 128 En ny lag om värdepappersmarknaden

Lagrådsremiss av 6. mars 2007 – Ny lag om värdepappersmarknaden

8.5.3 Øvrige forarbeider

Committee of European Securities Regulators 2nd Set of Mandates - Consultation Paper - October 2004

CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments – 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates

8.6 Høringsuttalelser til NOU 2006: 3

Nord Pool

Energibedriftenes Landsforening

Norsk Kraftforvalterforening

Nordisk Kraftmeglerforbund

Den Norske Advokatforeningen

8.7 Internett

www.nordpool.no/nordpool/clearing/index.html [13. april 2007 kl 13:30]

www.energifakta.no/documents/Energi/Transport/Kraftnett/Systempris.htm [16. april 2007 kl 23:35]

http://www.imarex.com/about_imarex/what_does_imarex_do [15. April 2007 kl 18:30]

<http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=188347> [7. mars 2007 kl 15:45]

<http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=188241> [7. mars 2007 kl 15:45]

<http://www.nve.no/FileArchive/166/Fakta%201-04-A4.pdf> [5. april 2007 kl 20:30]

8.8 Øvrig

Finansdepartementets høringsbrev av 29. mars 2007

Halvorsen Marit. Kommentar til aksjeloven I:Norsk lovkommentar (CD-ROM), 2007 note
966